

Innehåll

■ Förord	3
■ Kapitel 1 Inflationsbedömning	5
Sammanfattning	5
Utvecklingen sedan föregående inflationsrapport	6
Huvudscenariot	12
Riskbilden	25
■ Kapitel 2 Inflationens bestämningsfaktorer	29
Konjunktur och inflation i omvärlden	29
Monetära förutsättningar och inflationsförväntningar	38
Efterfråge- och utbudsförhållanden i den svenska ekonomin	46
Avregleringar, politiska beslut och tillfälliga effekter	53
■ Kapitel 3 Riskbilden	55
■ Fördjupningsrutor	
Växelkursens genomslag i priserna	8
Enkätstudie över svenska företags prissättningsbeteende	17
Har graden av prisflexibilitet förändrats?	22
Inflationsprognos med stigande reporänta – ett räkneexempel	27
Terrorådalen i USA	34
Kronans utveckling	41



Förord

Målet för penningpolitiken är att begränsa inflationen till 2 procent med en tolerans för avvikelser från denna nivå på ± 1 procentenhet.

Inflationsrapporten återger grunddragen i de föredragningar och diskussioner som hölls i direktionen den 5 och den 10 oktober 2001.

Den inflationsbedömning som redovisas i rapporten är Riksbankens samlade syn på inflationsutsikterna. Det nuvarande läget är ovanligt svårbedömt. Till de normala problemen med att avgöra när konjunkturen kan tänkas vända uppåt till följd av att lageranpassningen skett, att investeringarna anpassat sig till mer realistiska förväntningar osv. tillkommer nu svårigheterna att värdera effekterna av terrorattackerna i USA och de reaktioner dessa kan komma att leda till.

Inflationsrapporten utgör bakgrund till Riksbankens penningpolitiska beslut den 15 oktober 2001. Inom direktionen kan det finnas olika åsikter om hur de viktigaste bestämningsfaktorerna för inflationen kommer att utvecklas och vilket genomslag detta kan komma att få på den framtida inflationen. Eventuella avvikelser i synen på inflationsutsikterna redovisas i det särskilda protokoll från direktionens sammanträde den 15 oktober som kommer att publiceras den 30 oktober 2001.

Riksbanken ska enligt 6 kapitlet 4 § i lagen (1988:1385) om Sveriges riksbank minst två gånger per år lämna en skriftlig redogörelse till riksdagens finansutskott om penningpolitiken. Riksbanken har valt att använda inflationsrapporten för detta ändamål.

Syftet med inflationsrapporten är att ta fram underlag för penningpolitiska beslut samt sprida kännedom och kunskap om de bedömningar som Riksbanken gör och därmed göra det lättare för utomstående att följa, förstå och utvärdera penningpolitiken. Ytterligare ett syfte är att uppmuntra till diskussion kring penningpolitiska frågor.

I denna inflationsrapport presenteras Riksbankens syn på inflationsutsikterna t.o.m. tredje kvartalet 2003. Jämförelser görs genomgående med närmast föregående rapport från i maj. Sedan dess har Riksbanken haft tre penningpolitiska sammanträden där synen på inflationsutvecklingen gradvis har förändrats. Jämfört med situationen i september, när reporäntan sänktes med 0,5 procentenheter, har relativt begränsade revideringar av inflationsbilden gjorts. För att tydliggöra konsekvenserna för penningpolitiken utgår analysen från att reporäntan hålls oförändrad.

I kapitel 1 presenteras Riksbankens samlade inflationsbedömning. I kapitel 2 diskuteras den mest sannolika utvecklingen av inflationens viktigaste bestämningsfaktorer. I kapitel 3 redovisas bedömningen av riskbilden i inflationsutsikterna. Rapporten innehåller också flera fördjupningsrutor vars syfte är att förmedla en djupare kunskap i olika frågor som är viktiga för inflationsbedömningen och penningpolitikens utformning.

Stockholm i oktober 2001
Urban Bäckström
Riksbankschef

Inflationsbedömning

I detta kapitel görs en sammanfattande bedömning av inflationsutsikterna t.o.m. tredje kvartalet 2003 under förutsättning att reporäntan hålls oförändrad på 3,75 procent. Inledningsvis redovisas utvecklingen under senare tid. Därefter beskrivs grunddragen i det scenario som anses mest sannolikt de kommande två åren. Kapitlet avslutas med en sammanfattning av bedömningen av riskbilden i inflationsutsikterna.

Sammanfattning

Inflationen har stigit något mer än väntat sedan föregående inflationsrapport i maj. Det är den inhemska underliggande inflationen som har bidragit till detta (se diagram 1 och 2). Den importerade inflationen har däremot blivit knappt 1 procentenhet lägre än väntat, vilket nästan uteslutande beror på att bensinpriset blivit lägre.

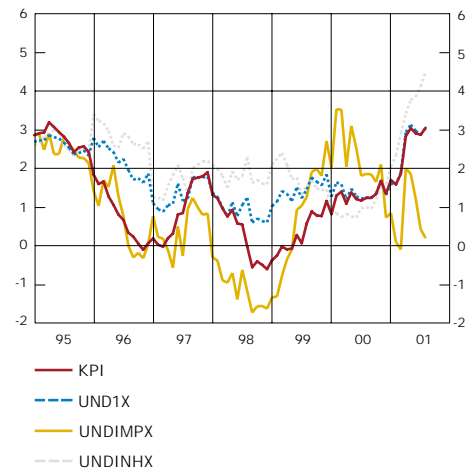
Den synkroniserade konjunkturavmattningen i USA, Japan och Europa innebär att efterfrågan dämpas betydligt mer i omvärlden i år och nästa år än i förra prognosen. Det svaga konjunkturläget beror delvis på en anpassning av både sparande-obalanser och vinstförväntningar. Terrorattackerna i USA inträffade i en redan osäker och svag situation som, i varje fall på kort sikt, förvärras av attackernas följdverkningar. Konjunkturen bedöms dock vända uppåt under andra hälften av nästa år ungefär på det vis som varit normalt i tidigare konjunkturcykler. En bidragande faktor till vändningen är den expansiva ekonomiska politiken. En rad centralbanker har sänkt sina styrräntor, och realräntorna har fallit påtagligt. I många länder har också finanspolitiken blivit påtagligt expansiv.

Sammantaget bidrar ändå ett under de närmaste åren mer dämpat internationellt resursutnyttjande till lägre prisimpulser i Sverige från utlandet. Detta gäller trots att kronan bedöms utvecklas svagare än i förra inflationsrapporten.

Även det svenska resursutnyttjandet blir lägre, men också det bedöms komma att tillta under prognosperioden. Det är framförallt en expansiv ekonomisk politik med bl.a. skattesänkningar, låga räntor samt en svagare krona som bidrar till att återhämtningen under nästa år blir tydlig, även i jämförelse med andra länder. De förbättrade tillväxtutsikterna förklaras i första hand av en gynnsam utveckling av disponibelinkomsterna, som bygger under en stabil uppgång i hushållens konsumtion. Även den svagare kronan och dess effekt på nettoexporten bidrar till den högre tillväxten.

Den inhemska genererade inflationen blir på kort sikt något högre än vad som tidigare antagits främst till följd av prisökningar

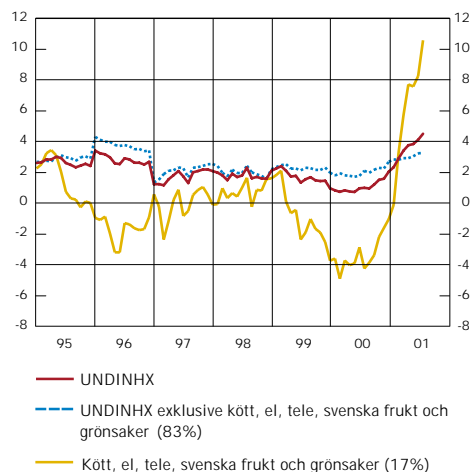
Diagram 1. Olika inflationsmått. Årlig procentuell förändring



Anm. UND1X definieras som KPI exklusive räntekostnader för egnahem och direkta effekter av ändrade indirekta skatter och subventioner. UNDIIMPX definieras som KPI exklusive räntekostnader för egnahem, direkta effekter av ändrade indirekta skatter och subventioner och prisförändringar på varor som i huvudsak importerar. UNDIIMPX avser prisförändringar på varor som i huvudsak importerar exklusive direkta effekter av ändrade indirekta skatter och subventioner.

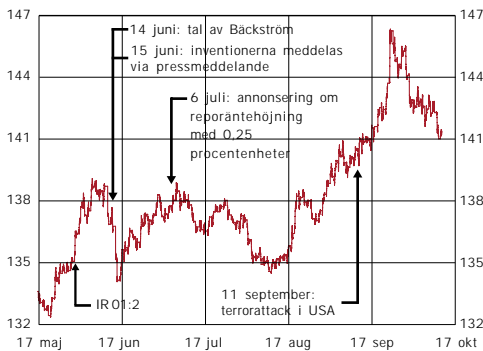
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 2. UNDIIMPX exklusive livsmedel, el och tele. Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 3. Kronans utveckling
TCW, 18 nov 1992=100



Källa: Riksbanken

på varor och tjänster som inte bedöms påverka inflationen varaktigt. Därefter utvecklas den inhemska inflationen ungefär i linje med förra prognosen. Bakom denna bedömning döljer sig bl.a. effekterna av å ena sidan ett lägre kapacitetsutnyttjande och mer dämpade vinstutsikter. Å andra sidan finns det tecken på att inflationsförväntningarna är något högre samtidigt som det inte kan uteslutas att utväxlingen mellan inflation och tillväxt i vid mening försämrats något.

Osäkerheten om den framtida inflationen är ännu större än i den förra inflationsrapporten. Det är på sitt sätt naturligt i den fas i vilken konjunkturen nu förefaller befinna sig. Tecken på en ytterligare försvagning kommer fortfarande in och det är svårt att avgöra när den hittills i hög grad investeringsdrivna nedgången kan komma att vända. Samtidigt är både penning- och finanspolitiken starkt expansiv, vilket bör bidra till en vändning under nästa år. Till detta kommer den ökade osäkerhet som följt i spåren på terrorattacker.

Liksom i den förra prognosen bedöms riskbilden vara balanserad. Nedåtrisen förknippad med en svagare internationell utveckling är betydande trots nedrevideringarna i huvudscenariot. Den uppvägs av risken för en mindre gynnsam utväxling mellan tillväxt och inflation. Den påtagligt svaga kronan utgör också en uppåtrisk för inflationen. Det är en bedömning det finns skäl att göra trots att en fortsatt svag krona antagligen är mest sannolik i ett scenario där konjunkturen är svag och inflationsimpulserna från resursutnyttjandet därmed är lägre. Med hänsyn tagen till riskbilden bedöms inflationen, mätt med UND1X, uppgå till 1,7 respektive 2,0 procent på ett respektive två års sikt.

Utvecklingen sedan föregående inflationsrapport

Kort efter publiceringen av den förra inflationsrapporten i maj skedde en kraftig depreciering av kronan från en redan svag nivå (se diagram 3). Därmed ökade också risken för att kronan inte skulle komma att stärkas som beräknat. Den sammantagna effekten av ett relativt högt resursutnyttjande, överraskande snabba prisstegringar och större osäkerhet om den framtida kronbanan ansågs innebära en ökad risk för stigande inflationsförväntningar. Mot denna bakgrund beslutade Riksbanken i mitten av juni att genomföra interventioner på valutamarknaden.

Vid det penningpolitiska mötet den 5 juli kvarstod risken för att inflationsmålet skulle komma att överskridas av samma skäl som när interventionerna genomfördes. Resursutnyttjandet bedömdes vara högt, trots den pågående avmattningen, och det fanns inte skäl att nu se mer optimistiskt på kronans framtida utveckling. De betydande prisökningar som hade skett de senaste månaderna, även om de i huvudsak bedömdes vara tillfälliga,

riskerade också att påverka inflationsförväntningarna. Även om det fanns tecken på att tillväxten mattats i euroområdet och Japan bedömdes utvecklingen i USA i slutet av året bidra till en gradvis återhämtning som skulle spridas till fler länder. Riksbanken beslutade höja reporäntan från 4 procent till 4,25 procent.¹

Inflationsförväntningarna, som enligt vissa mätningar stigit något i slutet av våren, återgick till att vara i linje med inflationsmålet under sommaren. Växelkursutvecklingen stabiliserades.

Vid det penningpolitiska mötet den 23 augusti bedömdes inflationen på två års sikt uppgå till ungefär 2 procent. Mot denna bakgrund lämnades reporäntan oförändrad. Både internationellt och i Sverige bedömdes efterfrågeutvecklingen ha försvagats ytterligare. Därmed borde de risker som var förknippade med importerad inflation bli lägre.

När allt fler tecken på en mer markerad konjunkturavmattning utomlands och i Sverige började komma in i augusti föll aktiekurserna. Kronan, som hade apprecierat i juli, började åter försvagas.

Under början av hösten förstärktes bilden av en internationell konjunkturedgång ytterligare. Flera indikatorer talade för ett försämrat efterfrågeläge i USA redan innan terrordåden inträffade den 11 september. Den osäkerhet attackerna medfört riskerade att ytterligare dämpa efterfrågan i omvärlden. Efter det att centralbankerna i USA och en rad andra länder justerat ned sina styrräntor den 17 september, valde Riksbanken att samma dag sänka reporäntan med 0,5 procentenheter. Risker bedömdes ha ökat för att inflationen skulle underskrida målet på två års sikt, främst till följd av att företagens och hushållens framtidstro kunde komma att försämrats, med en djupare och mer långvarig nedgång som följd.

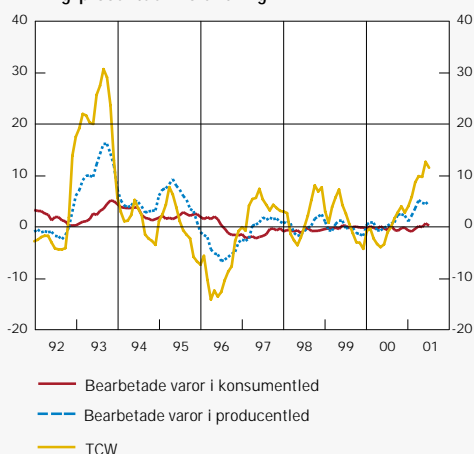
Terrorattackerna skapade en stor osäkerhet på de finansiella marknaderna. Liksom vid den internationella finansiella krisen hösten 1998 försvagades kronan parallellt med t.ex. den australiensiska och den nya zeeländska dollarn, aktiekurserna föll och avkastningskurvorna blev brantare. En förstärkning av kronan har dock skett den senaste tiden i takt med att marknaderna stabiliserats.

Inflationen, mätt med såväl KPI som UND1X, har stigit något mer än väntat sedan maj (se diagram 1). Den inhemska underliggande inflationen (UNDINHX) har blivit högre. Prishöjningarna har fortsatt bl.a. på kött, grönsaker och el (se diagram 2). Även exklusive dessa varugrupper har den inhemska inflationen stigit något mer än väntat. Den importerade inflationen (UNDIMPX) har däremot blivit ca 1 procentenhet lägre, vilket nästan helt och hållet kan förklaras av bensinprisets utveckling.

1 Se det protokoll som publicerades den 26 juli.

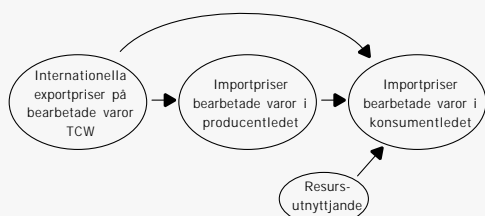
VÄXELKURSENS GENOMSLAG I PRISERNA

Diagram R1. Växelkurs- och prisutveckling för bearbetade varor i producentledet och konsumentledet.
Årlig procentuell förändring



Källa: Riksbanken.

Diagram R2. Skattade samband mellan växelkurs och konsumentpriser.



Sedan den fasta växelkursen övergavs har kronans värde fluktuerat en hel del. Kronan har också under långa perioder varit lågt värderad. Ändå har prisstegrings-takten varit låg och inflationsförväntningarna stabilt förankrade kring inflationsmålet.

Priserna på importerade bearbetade varor i konsumentledet har varit förhållandevis stabila under hela 1990-talet (diagram R1). Något tydligt samband till växelkursen tycks inte föreligga. Däremot förefaller prisutvecklingen på bearbetade varor i producentledet avspegla växelkursens utveckling relativt väl.

En viktig fråga är hur snabbt och i vilken omfattning en växelkursförändring får genomslag i priserna. En annan betydligt svårare fråga är om detta samband förändrats vid övergången till rörlig växelkurs. Denna frågeställning har inte bara väckts i Sverige. Under 1990-talet har en rad länder, bl.a. Storbritannien, Finland, Kanada, Brasilien, Nya Zeeland och Australien, upplevt betydande växelkursförsvagningar, utan att konsumentpriserna påverkats i den omfattning som väntats. Flera studier ger också ett visst stöd för att växelkursgenomslaget kan ha minskat under senare år.

Växelkursen påverkar inflationen via flera kanaler. Den direkta effekten går via importpriserna. Därtill påverkar växelkursutvecklingen också resursutnyttjande och inflationsförväntningar, vilket indirekt påverkar prisstegrings-takten.

SKATTNINGAR I FLERA LED

Syftet med denna fördjupningsruta är att analysera genomslaget av växelkursförändringarna i producent- och konsumentleden. Först analyseras det direkta genomslaget i konsumentpriserna. Därefter behandlas växelkursgenomslaget i producentprisledet och producentprisernas genomslag i konsumentpriserna. Sist dras några allmänna slutsatser.

1. Det direkta genomslaget i konsumentpriserna

Genomslaget av växelkursen på priserna på bearbetade varor i konsumentledet kan skattas direkt. I en sådan beräkning är det rimligt att också, som framgår av diagram R2, inkludera ett mått på resursutnyttjandet i Sverige, exempelvis enhetsarbetskraftskostnaden i näringslivet.

Resultaten visar att ungefär 17 procent av en förändring i växelkursen slår igenom på priserna i konsumentledet inom ett år. Statistiska tester kan inte bekräfta att det skett ett strukturellt skift i sambandet.²

2. Genomslaget i producentpriserna

Genomslag från växelkursen och internationella exportpriserna är större i producentledet eftersom inhemska kostnader för bearbetning, lagerhållning, distribution och marknadsföring utgör en mindre del än i konsumentledet. På kort sikt slår ca 40 procent av en växelkursförändring igenom på priserna och på lång sikt är genomslaget knappt 80 procent (se diagram R3). Inte heller detta samband tycks ha ändrats nämnvärt över tiden.

Detta innebär att en eventuell förändring av genomslaget från växelkursen till konsumentledet inte beror på att växelkurseffekten på importpriserna i producentledet har minskat.

3. Producentprisernas genomslag i konsumentledet

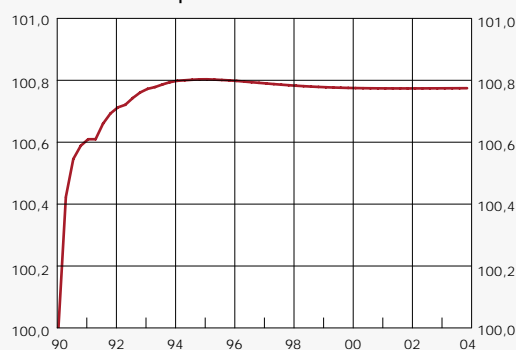
I nästa steg analyseras genomslaget från producentpriserna till konsumentledet. Effekten på lång sikt av en producentprisförändring har minskat från knappt 70 procent under perioden 1981-92 till drygt 55 procent för perioden därefter, vilket även är statistiskt säkerställt. Däremot har effekten på kort sikt varit oförändrad på omkring 12 procent. Samtidigt har enhetsarbetskraftskostnadens betydelse för konsumentpriserna ökat från ca 20 procent till ca 50 procent.

SLUTSATSER OM VÄXELKURSGENOMSLAGET

I sambandet mellan växelkurs och priserna på importerade varor i producentledet har inte ett förändrat genomslag kunnat påvisas. Däremot förefaller genomslaget från producentledet till konsumentledet ha minskat. Även om det finns betydande mätproblem talar detta för att genomslaget från växelkursförändringar i konsumentpriserna är något lägre nu än under perioden med fast växelkurs.

Ett skäl till att genomslaget minskat kan vara att den ekonomiska politiken förändrats. En jämförelse av växelkursgenomslaget i fem länder, Sverige, Nya Zeeland, Kanada, Storbritannien och Australien, som övergått till inflationsmål, med länder som har haft rörlig växelkurs, bl.a. Tyskland, Norge, Schweiz och USA, men som inte övergått till ett explicit inflationsmål

Diagram R3. Effekten på importprisnivån i producentledet av en temporär depreciering av kronan med 1 procent andra kvartalet 1990.



Källa: Riksbanken.

² Skattningarna är gjorda på kvartalsdata från 1977-2001 för producentledet och från 1980-2001 för konsumentledet.

antyder att inriktningen på den ekonomiska politiken kan påverka genomslaget.³ Det finns ett visst stöd för att variationerna i prisutvecklingen minskat relativt sett mer i de länder som övergått till inflationsmål och att det bidragit till att reducera genomslaget från växelkursen.⁴

Det finns argument för att den förändrade ekonomiska politiken med låg inflation kan ha minskat växelkursgenomslaget. Eftersom priser är trögrörliga tar det tid innan företag låter förändringar av marginalkostnader slå igenom och vid temporära förändringar blir genomslaget därför begränsat när låg inflation har etablerats. Eftersom företagets prissättning också beror på förväntningar om konkurrenternas beteende betyder stabilare inflationsförväntningar också större ovilja att låta växelkursen slå igenom.⁵

Ytterligare ett argument för att genomslaget kan ha reducerats är att ökade variationer i växelkursen i sig kan leda till att företagen väljer att justera sina vinstmarginaler snarare än priser.⁶ Om växelkursen är rörlig kan en försvagning eller förstärkning uppfattas som mer tillfällig av exportörer och importörer. Dessa kan då komma att anpassa sina marginaler i avvaktan på att växelkursen skall återgå till en, enligt deras uppfattning, mer normal värdering. En annan möjlighet är att de internationella varu- och tjänstemarknaderna är segmenterade och att producenterna anpassar priserna efter efterfrågesituationen på de olika nationella marknaderna. Utländska företag skulle således tillåta en tillfällig nedgång i vinsterna i Sverige, t.ex. av omsorg om marknadsandelar, kundrelationer och återförsäljare.⁷ Detta fenomen har observerats i Sverige, främst i samband med devalveringarna under 1970- och 1980-talen.

Prisutvecklingen för konsumentvaror som importeras kan också ha varit återhållen av andra skäl under 1990-talet. Medlemskapet i EU och EU:s inre marknad har sannolikt bidragit till en priskonvergens på varor som handlas över gränserna. Att prisnivån för varor som

3 Gagnon, J. E., & Ihrig, J., "Monetary policy and Exchange rate Pass-through", International Finance Discussion Paper, 704, 2001, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC.

4 Se även fördjupningsrutorna "Har graden av prisflexibilitet förändrats?" och "Enkätstudie av svenska företags prissättningsbeteende" i denna inflationsrapport.

5 Taylor, J., "Low inflation Pass-through and Pricing Power of Firms", *European Economic Review*, vol 44, 7, 2000, s 1389-1408.

6 Mann, C., "Prices, Profit Margins and Exchange Rates", *Federal Reserve Bulletin*, 72, 1986, 366-379.

7 Krugman, P., "Pricing to Market when the Exchange Rate changes", in Arndt, S., W., & Richardson, J., D., *Real-financial Linkages among Open Economies*, MIT-press, 1987.

möbler, kläder och skor i Sverige konvergerat ner till EU-genomsnittet kan ha motverkat växelkursgenomslaget. En annan bidragande orsak kan vara de avregleringar och strukturförändringar som skett inom grossist- och detaljhandeln. Importens sammansättning har också ändrats kraftigt under senare år. Det kan vara så att importörer valt att möta starkare euro och dollar med en ökad import från andra länder vars valutor inte apprecierat lika kraftigt i förhållande till kronan.

Flera av dessa faktorer som kan ha bidragit till att reducera växelkursgenomslaget, bl.a. priskonvergensen, den ökade internationella konkurrensen och strukturomvandlingen inom grossist- och detaljhandeln kan vara av övergående natur. Det är inte säkert att växelkursgenomslaget i konsumentpriserna kommer att vara stabilt.

Huvudscenariot

Sedan föregående inflationsrapport har konjunkturedgången i utlandet blivit mer markerad och utdragen än väntat. En synkroniserad nedgång i den globala industrikonjunkturen har försämrat vinstutsikterna, dämpat investeringarna och bidragit till fortsatt fallande aktiekurser. Konjunkturförloppet är i vissa avseenden ganska typiskt med bl.a. en lageranpassning. Men det förstärks av att överoptimismen, inte minst på aktiemarknaderna, nu fått ett abrupt slut. Till detta kommer den fortsatta krisen i Japan och den oro som terrordåden i USA medfört, vilken antas leda till en lägre konsumtions- och investeringsutveckling.

De internationella tillväxtutsikterna har försämrats.

Den internationella tillväxten bedöms bli lägre än vad som tidigare antagits under såväl innevarande som nästa år. Effekterna av terrorattackerna och nedgången på aktiemarknaden antas påverka konsumtions- och investeringsviljan negativt, i synnerhet i USA. Tillväxtutsikterna i Japan och euroområdet har också försämrats ytterligare av händelserna i USA. Det råder dock stor osäkerhet om vilken effekt terrorattackerna får på den internationella tillväxten. En i sammanhanget avgörande faktor är den säkerhetspolitiska utvecklingen. På kort sikt bedöms produktion och konsumtion bli lägre i USA. På längre sikt bedöms återuppbyggnadsarbetet i USA och en mer expansiv ekonomisk politik i de flesta länder bidra till en återhämtning av den globala konjunkturen. Sammantaget beräknas tillväxten i OECD-området bli 1,0 procent i år och 1,5 procent 2002, vilket innebär en nedrevidering med 1,0 procentenhet för båda åren jämfört med förra prognosen (se tabell 1). Tillväxten under 2003 väntas bli 2,6 procent, vilket är något lägre än i föregående inflationsrapport.

Tabell 1. BNP-tillväxt.
Årlig procentuell förändring

	2001	2002	2003
USA	1,0 (1,9)	1,5 (2,7)	3,1 (3,2)
Euro12	1,6 (2,4)	2,0 (2,7)	2,6 (2,8)
Japan	-1,2 (1,0)	-0,4 (1,7)	1,6 (2,0)
OECD 19	1,0 (2,0)	1,5 (2,5)	2,6 (2,8)

Anm. Siffrorna inom parentes visar prognosen i föregående inflationsrapport.

Källa: Riksbanken.

De internationella exportpriserna i utländsk valuta har fallit sedan föregående inflationsrapport och bedöms fortsätta att utvecklas svagare än väntat under hela prognosperioden till följd av ett lägre internationellt kapacitetsutnyttjande.

I vilken utsträckning den internationella prisutvecklingen slår igenom på svensk inflation beror bl.a. på hur växelkursen utvecklas. Kronan har utvecklats svagare än väntat. Under första halvåret sammanhängde detta antagligen i hög grad med den snabbt försämrade exportkonjunkturen samt försvagade bytesförhållanden, "terms of trade". Till detta kom omfattande

portföljflöden, när den svenska aktiebörsen föll mer än i omvärlden samtidigt som de nystartade pensionsfonderna fick möjlighet att köpa utländska aktier. När kronan sedan försvagades mycket snabbt kom det också, i kombination med de överraskande höga inflationsutfallen, att påverka inflationsförväntningarna. På senare tid har mönstret varit delvis annorlunda. Försvagningen är nu inte längre ett i första hand svenskt fenomen utan har gått hand i hand med utvecklingen i flera andra länder, t.ex. Australien. Den förefaller i huvudsak spegla den allmänna finansiella oron; kapital rör sig till länder vars valutor historiskt sett klarat sig väl i orostider.

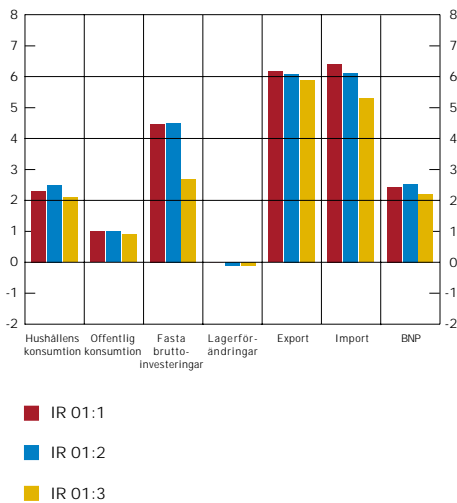
Fundamentala skäl som t.ex. tillväxtförutsättningar och bytesbalansöverskott talar för att kronan förstärks de närmaste åren. Ytterligare argument för en kronförstärkning är den väntade starkare industrikonjunkturen och stabiliseringen av börserna. Men med hänsyn främst till det svaga utgångsläget är det ändå troligt att kronan i slutet av prognosperioden är lägre värderad än vad Riksbanken räknade med i maj. Sammantaget bedöms den svagare kronbanan och lägre reala korta och långa räntor bidra till mer expansiva monetära förhållanden under prognosperioden.

Med hänsyn främst till det svaga utgångsläget är det troligt att kronan i slutet av prognosperioden är lägre värderad än vad som tidigare antagits.

Den internationella konjunkturförsvagningen påverkar den svenska inflationsutvecklingen bl.a. via effekter på den samlade efterfrågan. Såväl exporten som importen har i år utvecklats avsevärt sämre än väntat. Att exporten trots den svaga kronan blivit mer dämpad beror bl.a. på exportens varusammansättning och marknadsförhållandena i vissa nyckelbranscher. Exportmarknadstillväxten bedöms stiga gradvis under prognosperioden. Tillsammans med gynnsamma relativpriser väntas det leda till att exporttillväxten stiger de kommande åren, dock med i stort sett oförändrade marknadsandelar. En förutsättning är att de negativa effekterna av t.ex. teleproduktindustrins omstrukturering ebbar ut under det närmaste året. Även importtillväxten bedöms stiga under prognosperioden till följd av stigande inhemsk efterfrågan. Sammantaget väntas nettoexporten ge ett något större positivt bidrag till tillväxten i den svenska ekonomin de kommande åren jämfört med förra prognosen. Det är framförallt en följd av den svagare kronan.

Den inhemska efterfrågan väntas å andra sidan utvecklas svagare än i föregående inflationsrapport främst under innevarande år, men också under de kommande två åren. Detta är i huvudsak en följd av en mer dämpad utveckling av hushållens konsumtion och av de fasta bruttoinvesteringarna. Konsumtionen har hållits tillbaka av fortsatta fall på aktiemarknaden och ökad pessimism om framtiden, men väntas återhämta sig till följd av stigande disponibelinkomster och en stabilisering av förmögenhetsutvecklingen. Det är framförallt den starka inkomst-

Diagram 4. Försörjningsbalansens komponenter 2002 enligt IR01:1, IR01:2 och IR01:3. Procentuell förändring



Källa: Riksbanken.

utvecklingen, som byggs under av bl.a. en expansiv finanspolitik, och en fortsatt hög sysselsättning som bidrar till återhämtningen. Trots konsumtionsuppgången ökar hushållens finansiella sparande markant mellan 2000 och 2003. Till bilden hör också en årlig tillväxt i offentlig konsumtion på ca 1 procent.

Den försämrade industrikonjunkturen med lägre kapacitetsutnyttjande, sämre vinstutveckling och fallande aktiekurser motiverar en viss nedrevidering av de fasta bruttoinvesteringarna under hela prognosperioden.

BNP-tillväxten bedöms bli lägre än väntat, i synnerhet under innevarande år.

Sammantaget bedöms BNP i huvudscenariot växa med 1,3 procent i år, vilket är nästan en procentenhet lägre än i förra prognosen. Under 2002 och 2003 väntas BNP-tillväxten bli 2,2 respektive 2,8 procent, vilket även det är något lägre än i förra prognosen (se diagram 4). Avgörande för utvecklingen i huvudscenariot är att omläggningen av den ekonomiska politiken i mer expansiv riktning verkligen leder till en successiv återhämtning i Sverige och i omvärlden. Reporäntan är jämfört med föregående prognostillfälle 0,25 procentenheter lägre till följd av räntesänkningen på 0,50 procentenheter i september. Även växelkursen bidrar till att stimulera ekonomin. Finanspolitiken tycks också komma att bli mer expansiv än vad som tidigare antagits.⁸

Resursutnyttjandet bedöms bli lägre under hela prognosperioden.

Den svagare BNP-utvecklingen bedöms leda till att det samlade resursutnyttjandet i ekonomin faller under innevarande år. De lediga resurserna tas emellertid successivt i anspråk under senare delen av 2002 och 2003 och i slutet av prognosperioden bedöms den samlade resursåtgången vara ungefär i linje med den potentiella produktionskapaciteten. I jämförelse med föregående prognos väntas dock resursutnyttjandet bli lägre under hela prognosperioden, vilket bidrar till att dämpa det inhemskt genererade inflationstrycket.

Löneökningstakten har hittills i år blivit lägre än väntat. Ökningstakten kommer dock att stiga något i slutet av året till följd av att de retroaktiva löneökningarna betalas ut, men väntas trots detta bli lägre än vad som tidigare antagits. Även under nästa år bedöms lönerna stiga något långsammare än prognostiserat till följd av en svagare utveckling på arbetsmarknaden. Sammantaget innebär detta att den årliga löneökningstakten under hela prognosperioden kommer att uppgå till mellan 3,5 och 4 procent. Huruvida detta är förenligt med ett lågt inflationstryck

⁸ Detta är i någon mån en följd av att ytterligare åtgärder beslutats, t.ex. skattesänkningar för pensionärerna. I huvudsak hänger det dock samman med att nya beräkningar visar att såväl skattesänkningarna som transfereringarna till hushållen blir större än vad som tidigare antagits.

beror bl.a. på produktivitetstillväxten. Produktivitetstillväxten revideras ned något under hela prognosperioden. Det medför sammantaget marginellt högre enhetsarbetskostnader jämfört med förra prognosen.

På ett års sikt bedöms den importerade inflationen utvecklas ungefär som i förra inflationsrapporten. Detta kan förklaras av att effekten av den svagare kronan i stort sett väntas uppvägas av en lägre ökningstakt för de internationella exportpriserna och lägre oljepriser samt ett lägre resursutnyttjande. På två års sikt bedöms däremot importpriserna stiga i långsammare takt än vad som tidigare antagits främst till följd av svagare prisimpulser från omvärlden och av att kronan väntas appreciera något snabbare än i förra prognosen, om än från en lägre nivå (se diagram 5).

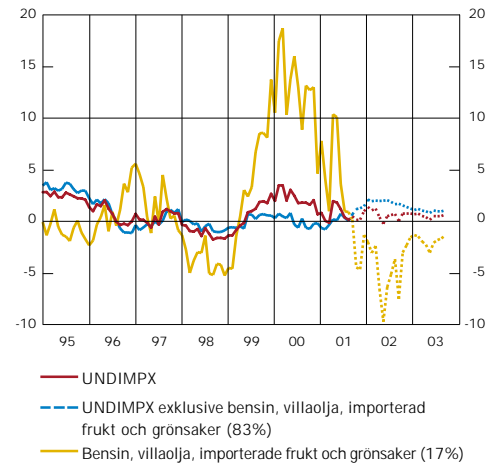
Trots ett lägre resursutnyttjande under innevarande år bedöms den inhemskt genererade inflationen det närmaste halvåret bli högre än i förra prognosen. Detta förklaras i huvudsak av ytterligare prisökningar på bl.a. el. Den inhemska inflationen väntas därefter sjunka successivt i takt med att de tidigare prisökningarna på t.ex. livsmedel, el och tele faller ur tolv-månaderstalet. På två års sikt bedöms den inhemska inflationen bli i stort sett oförändrad jämfört med förra prognosen (se diagram 6). Enhetsarbetskostnaderna kan, eftersom kostnader och priser är nära relaterade, utgöra ett alternativt mått på det underliggande inflationstrycket, i synnerhet när vinstmarginalerna inte bedöms ändras märkbart. De väntas utvecklas i linje med vad som tidigare antagits som en följd av att ökningstakten i löner och produktivitet reviderats ned med ungefär lika mycket.

Det faktum att den inhemska inflationen under det senaste halvåret ökat påtagligt mer än prognostiserat trots en svagare ekonomisk tillväxt väcker frågor om utväxlingen mellan tillväxt och inflation i vid mening. En stor del av inflationsuppgången förefaller i och för sig kunna förklaras av prisuppgångar av mer tillfällig karaktär, t.ex. på vissa livsmedel och el. Men även rensat för dessa har den inhemska inflationen varit hög. Detta kan tala för att resursutnyttjandet varit något högre än tidigare antagits, men andra faktorer som t.ex. de låga löneutfallen talar mot denna slutsats. I ljuset av de högre inflationssiffrorna har ändå inflationen de närmaste två åren bedömts bli marginellt högre än vad tidigare använda samband med resursutnyttjandet visat.

Såväl KPI- som UND1X-inflationen bedöms vara i linje med inflationsmålet på två års sikt.

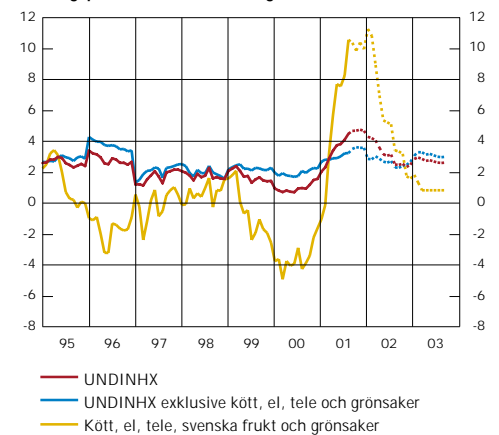
Mot bakgrund av de höga utfallen under senare tid antas såväl KPI- som UND1X-inflationen på kort sikt bli högre än vad som tidigare antagits. I slutet på prognosperioden väntas inflationen däremot bli lägre än i förra prognosen främst till följd av svagare prisimpulser från omvärlden, men även i viss mån på grund av lägre vinstmarginaler för företagen i sin tur orsakad av det lägre resursutnyttjandet (se diagram 7). KPI-inflationen bedöms i huvudscenariot, vid oförändrad reporänta,

Diagram 5. UNDIMPX exklusive vissa varor. Utfall och huvudscenario. Årlig procentuell förändring



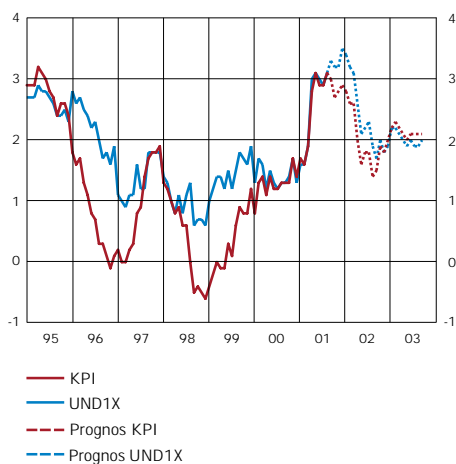
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 6. UNDINHX exklusive livsmedel, el och tele. Utfall och huvudscenario. Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 7. KPI och UND1X. Utfall och huvudscenariö.
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

uppgå till 1,5 procent på ett års sikt och 2,1 procent på två års sikt. Motsvarande prognos för UND1X-inflationen är 1,7 procent och 2,0 procent (se tabell 2).

Riksbanken har under de senaste åren valt att basera penningpolitiken på inflationen mätt med UND1X. Detta innebär att det mått som utnyttjats varit rensat från räntekostnader och förändringar i indirekta skatter och subventioner. Det finns idag inga starka skäl till att ändra denna bedömning. Det talar för att penningpolitiken baseras på en bedömning av UND1X-inflationen.

Tabell 2. Inflationsprognos i huvudscenariö.

Årlig procentuell förändring

	Årsgenomsnitt		Tolv månaderstal	
	2001	2002	sep 2002	sep 2003
KPI	2,6 (2,5)	2,0 (2,1)	1,5 (2,1)	2,1
UND1X	2,8 (2,5)	2,4 (2,1)	1,7 (2,1)	2,0
UNDINHX	3,8 (3,2)	3,2 (2,9)	2,5 (2,7)	2,7

Anm. Siffrorna inom parentes visar motsvarande prognos i föregående inflationsrapport.

Källa: Riksbanken.

ENKÄTSTUDIE ÖVER SVENSKA FÖRETAGS PRISSÄTTNINGSBETEENDE

Företags prissättningsbeteende är en central fråga för att förstå vilka effekter penningpolitiken har på inflationen och hur prisnivån påverkas av olika typer av oväntade händelser. Kunskaperna om hur prisanpassningar sker på företagsnivå är emellertid relativt begränsade.⁹ I syfte att öka kunskaperna om prispbildningen i Sverige har Riksbanken genomfört en enkätstudie av svenska företags prissättningsbeteende. Studien genomfördes under våren 2000 och mer än 600 företag svarade på enkäten vilket motsvarade en svarsfrekvens på knappt 50 procent. Delar av resultaten från denna studie redovisas nedan.¹⁰

HUR STELA ÄR PRISER?

Den första frågan som behandlas i studien är i vilken mån företagen faktiskt kan besluta om priset själv på sina produkter. Drygt 90 procent av de svarande angav att "företaget har möjlighet att själv sätta priset" i stället för det andra alternativet "att priset sätts helt av moderföretag/koncern eller på annat sätt utanför deras företag".

När det gällde hur ofta företagen ändrade priset var resultatet, i likhet med tidigare studier, att prisändringar inträffar relativt sällan. Cirka 40 procent angav att de vanligtvis ändrade priset på deras huvudsakliga produkt en gång per år och ca 27 procent att de ändrade priset mer sällan. Det är möjligt att antalet prisrevideringar påverkas av den aktuella inflationen. När studien genomfördes var inflationen endast drygt 1 procent på årsbasis.

NÄR ÄNDRAS PRISER?

Enligt ekonomisk teori finns det två huvudförklaringar till när prisförändringar sker. Ett företag som ändrar sitt pris med vissa tidsintervall kan anses följa en *tidsberoende regel*. En sådan kan vara motiverat för att skapa kostnadsbesparande rutiner för prisändringar och samtidigt upprätthålla ett förutsägbart prisändringsbeteende gentemot konsumenterna. Med en regel som

9 Taylor J.B., "Staggered Price and Wage Setting in Macroeconomics", i J.B. Taylor och M. Woodford (eds.), *Handbook of Macroeconomics*, Elsevier, Amsterdam, 1999, 1009-1050, ger en översikt på området.

10 En fullständig genomgång av undersökningen, som genomfördes av SCB mellan mars och maj 2000, kommer att publiceras i Riksbankens arbetsrapportserie.

är beroende av tillståndet i ekonomin, en *tillståndsberoende regel*, ändras däremot priset först när vinsten av att ändra priset är större än kostnaden.¹¹ Den senare modellen ger alltså en omedelbar prisanpassning när en tillräckligt viktig händelse inträffar som motiverar en prisförändring. Om företagen däremot ändrar priserna vid vissa förutbestämda tidpunkter väntar de med att justera det tills den rätta tidpunkten infaller.

Undersökningen visade att ungefär 23 procent av företagen ändrade priserna vid förutbestämda tidpunkter medan 28 procent ändrade priset när det ekonomiska läget förändrades och ca 20 procent såg över priset dagligen eller oftare. Knappt 22 procent av företagen angav att de normalt använde sig av en tidsberoende regel, men att de kunde skifta till en tillståndsberoende regel om detta var motiverat. Under normala förhållanden uppgav därmed ca 45 procent av företagen att de följde en tidsberoende översyn av priset. När en större förändring sker väljer dock de flesta företag att justera priset (se tabell R1). Den tillståndsberoende regeln dominerar då klart. Att företag avviker från tidsberoende översyn när större förändringar inträffar är knappast överraskande, men det har inte dokumenterats tidigare.

Tabell R1. Regler för prisöversyn. Beräknade andelar av företagen som följer de olika reglerna.

Prissättning	Normal situation	Stora chocker
Tidsberoende	44,8	23,1
Tillståndsberoende	47,2	68,9

Riksbankens studie tyder också på att den ekonomiska situationen spelar en större roll för företagens prissättningsbeteende än vad som belagts i tidigare studier. En möjlig förklaring skulle kunna vara att den låga inflationsnivå som rådde när studien genomfördes normalt innebar att behovet av tidsberoende återkommande prisjusteringar ansågs vara begränsat.

VAD MOTIVERADE DET VALDA TIDSINTERVALLET?

Av de företag som såg över priset med förutbestämda tidsintervall genomförde majoriteten, 66 procent, normalt en prisöversyn per år. Det näst vanligaste tidsintervallet var en gång per kvartal, med en andel på ca 15 procent. Företagen fick också ranka olika förklaringar till varför de valde det angivna tidsintervallet för översynen (se tabell R2).

11 Barro R., "A Theory of Monopolistic Price Adjustment", *Review of Economic Studies* 34, 1972, 17-26.

Tabell R2. Betydelsen av olika motiv för valt tidsintervallet.

Motiv	Genomsnitt
Priset kunde inte ändras oftare utan att kundrelationerna stördes	3,48
Faktorer som påverkar priset ändras inte oftare	3,03
Kostnader att förbereda och diskutera prisförändringar	1,97
Intervallet bestämdes av moderbolag eller statlig myndighet	1,70

Anm. Företagen kunde välja mellan att svara stämmer helt, stämmer till viss del, stämmer bara till liten del, stämmer inte alls eller kan inte svara, ej aktuellt. Stämmer helt fick värdet 5, stämmer till viss del 4 osv. Kan ej svara exkluderades när genomsnitten beräknades.

Rädslan för att störa kundrelationerna och frekvensen av oväntade händelser var de viktigaste förklaringarna till det valda prisintervallet. Att företagen inte ville riskera att störa sina kundrelationer var inte helt förvånande. Runt 60 procent av företagen angav nämligen att 90 procent eller mer av försäljningen gick till regelbundna kunder. En annan faktor som talar för att priserna inte ändras allt för ofta är att det är vanligt förekommande med skrivna kontrakt som löper under ett år och att dessa oftast reglerar priset under kontraktperioden.

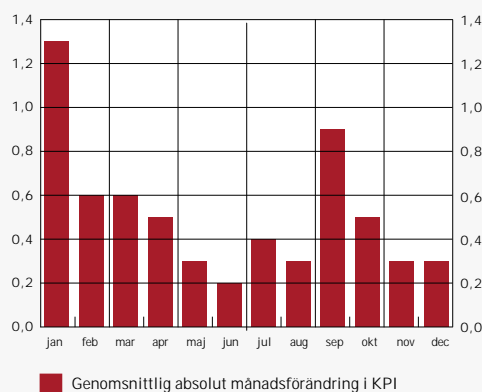
De företag som angav att de såg över priset en gång per år fick dessutom uppge under vilken månad översynen vanligtvis gjordes. Sammantaget föreföll det vanligast att se över priset runt årsskiftet. Cirka 45 procent av företagen angav att de såg över priset i januari eller december, medan 16 respektive 11 procent gjorde en översyn i oktober och november. Resten av månaderna fick ungefär lika stora andelar, förutom juli då inget företag gjorde översyn.

Dessa resultat stämmer väl överens med observerade prisförändringar i Konsumentprisindex där de största prisförändringarna brukar ske i januari och september (se diagram R4).

VARFÖR ÄNDRAS PRISET?

Företagen uppmanades även att rangordna betydelsen av olika motiv för att faktiskt ändra priset. Resultaten redovisas i tabell R3. Resultatet var väl i linje med ekonomisk teori. Förändringar som påverkar efterfrågan eller marginalkostnaderna fick de högsta värdena. Förändringar i konsumentprisindex och växelkursen har betydelse framförallt via kostnad- och efterfrågekanaler. Förändringar i kostnader av importerade insatsvaror föreföll t.ex. spela en relativt stor roll för prissättningen. Att denna faktor har så stor betydelse är intressant eftersom långt ifrån alla företag använder sig av importerade insatsvaror. Detta indikerar att kostnadsutvecklingen på utländska insatsvaror är av stor betydelse för företag som använder sådana i produktionen. Även

Diagram R4. Genomsnittlig absolut månadsförändring 1980-2001 i KPI.



om växelkursen och internationella priser är viktiga för prissättningen i producentledet så tycks dock möjligheterna eller behoven att föra vidare priserna till konsumentledet ha minskat.¹²

Tabell R3. Betydelsen av olika motiv för att ändra priset.

	Genomsnittlig rang
Prisförändringar hos konkurrenter	3,27
Ändrade kostnader för utländska insatsvaror	3,05
Önskemål från viktiga kunder	3,04
Förändringar i efterfrågan på produkten	3,01
Ändrade kostnader för inhemska insatsvaror	3,00
Förändringar av skatter och avgifter	2,98
Förändringar av kapitalkostnader	2,76
Direktiv från moderbolag, myndighet etc.	2,38
Förändringar av växelkursen	2,24
Förändringar av lönekostnader	2,11
Försäljningskampanjer	2,02
Förändringar i konsumentprisindex	1,89
Rutinmässig uppskrivning av priset med jämna mellanrum	1,52

Anm. Företagen kunde välja mellan att svara spelar stor roll, spelar viss roll, spelar liten roll, spelar ingen roll, eller vet ej, ej aktuellt. Spelar stor roll fick värdet 5 osv. Svaret vet ej exkluderades när genomsnittet beräknades.

Det är värt att notera att lönekostnader rankas relativt lågt, vilket kan bero på att löner ändras sällan. Trenden i de senaste avtalsrörelserna är att avtalsperioden har blivit längre än tidigare. Högsta värdet erhöll däremot prisförändringar hos konkurrenter. En av bakgrundsfrågorna rörde hur många konkurrenter företaget upplevde att det hade. Endast knappt 5 procent av företagen angav att de inte hade några konkurrenter, medan 27 procent angav att de hade 12 eller fler konkurrenter. Detta medför att ca två tredjedelar av företagen ansåg att de hade 1-11 konkurrenter, vilket tyder på att många företag agerar på en s.k. oligopolistisk marknad. Det är därmed inte förvånande att prisförändringar hos konkurrenter är viktigt för prissättningsbeteendet.

SAMMANFATTNING

Studien av svenska företags prissättningsbeteende är en del av Riksbankens arbete med att bättre förstå prissättningen. Avsikten är att följa upp denna enkätundersökning för att kunna analysera om och i så fall hur prissättningsbeteendet förändras över tiden. Enkätsvaren visar att priser justeras relativt sällan. Medianföretaget ändrar priset en gång per år. Samtidigt framgår det att prisjusteringar till följd av ny ekonomisk information är minst lika vanligt som att företagen justerar priserna regelmässigt vid förutbestämda tidpunkter. Denna slutsats har betydelse eftersom det underlättar bedömningen av hur priserna

12 Se fördjupningsrutan "Växelkursen genomslag i priserna" i denna inflationsrapport.

kan komma att ändras i samband med större förändringar i ekonomin, exempelvis kraftiga växelkursrörelser, oljeprischocker och omfattande skatteförändringar.

Bland de företag som ser över priserna med speciella tidsintervall är det vanligast att se över priserna en gång per år. Oftast genomförs prisöversynen runt årsskiftet. Anledningen till att priserna inte ses över oftare är bl.a. för att detta kan riskera att störa kundrelationerna. En stor andel företag har också regelbundna kunder vilket skulle kunna förklara detta synsätt.

Sammantaget indikerar resultaten att priserna i Sverige kan förväntas vara relativt stela, vilket också överensstämmer med resultaten i fördjupningsrutan "Har graden av prisflexibilitet förändrats?". Om förutsättningarna för prisbildningen ändras påtagligt, exempelvis genom att kronan deprecierar kraftigt eller om inriktningen på finanspolitiken ändras markant, kan emellertid en relativt snabb anpassning av priserna komma att ske.

Företagen tillfrågades även om vilka faktorer som spelade mer eller mindre roll vid prissättningen. Av svaren framgick att prisförändringar hos konkurrenter var viktigast. Förändringar i löner, konsumentprisindex och växelkursen är däremot av relativt sett mindre betydelse.

HAR GRADEN AV PRISFLEXIBILITET FÖRÄNDRATS?

1990-talet har präglats av ovanligt hög tillväxttakt i många industriländer samtidigt som inflationstakten varit oväntat låg. Detta har bl.a. tolkats som ett förändrat samband mellan inflation och efterfrågan.¹³ Eftersom penningpolitikens effekter i hög grad påverkar inflationen via räntans inverkan på efterfrågeläget så kan detta vara av betydelse för penningpolitikens uppläggning.

Den genomsnittliga inflationstakten inom OECD-området föll under det senaste decenniet med omkring fem procentenheter till ca två procent i dagsläget. Detta var i hög grad en följd av att prisstabilitet gjorts till ett av de centrala målen för den ekonomiska politiken. I ekonomiska modeller med nominella trögheter leder en lägre inflationstakt normalt till en ökad grad av prisstelhet. Dessutom kan kontraktslängden öka under sådana omständigheter. Detta hänger samman med att företagen får mindre behov av och skäl för att ändra priserna.¹⁴ Det är därför rimligt att tro att graden av prisflexibilitet minskat under den senaste tioårsperioden. Syftet med denna fördjupningsruta är att undersöka om så varit fallet, dvs. att beräkna den tid det tar för priserna i ekonomin att anpassa sig till en nominell förändring. Om prisflexibiliteten minskar medför det att nominella förändringar på kort sikt får större effekter på den reala ekonomin.

Den nominella förändringen kan delas upp i en pris- och en kvantitetskomponent. Metoden möjliggör också att man kan undersöka om graden av prisflexibilitet förändrats under den senaste tioårsperioden. Beräkningarna följer samma schema som i Gordon (1981).¹⁵ Den estimerade ekvationen är:

$$\Delta\pi_t = \alpha_0 + \sum_{i=0}^N \alpha_i \Delta\hat{y}_{t-i} + \varepsilon_t,$$

där α_0 är en konstant, $\Delta\hat{y}_{t-i}$ är den nominella chocken, definierad som skillnaden mellan tillväxttakten i nominella BNP och tillväxttakten i potentiella BNP, ε_t är en slumpterm och α_i anger hur stor del av chocken i en viss period som påverkar inflationen. Ekvationen

13 Se fördjupningsrutan "Har sambandet mellan produktionsgap och inflation förändrats?" i Inflationsrapport 1999:3.

14 Se även fördjupningsrutan "Enkätstudie över svenska företags prissättningsbeteende" i denna inflationsrapport.

15 Robert J. Gordon, "Output Fluctuations and Gradual Price Adjustment", *Journal of Economic Literature* 19, 1981, s. 493-530.

mäter också hur lång tid det tar för fullständig prisanpassning genom att ta med ett antal ($n=8$) tidsfördröjda nominella chocker. Från definitionen på den nominella chocken följer att förändringen i produktionsgapet är $(1 - \sum_{i=0}^N \alpha_i) \Delta \hat{y}$. På lång sikt är produktionsgapet noll. I ekvationen ovan innebär det att $\sum_{i=0}^N \alpha_i = 1$, vilket svarar mot en vertikal Phillips-kurva. Potentiell BNP skattas med HP-filtermetoden.

EMPIRISKA RESULTAT

Undersökningen omfattade följande länder: Belgien, Danmark, Finland, Frankrike, Grekland, Irland, Italien, Japan, Kanada, Nederländerna, Portugal, Spanien, Storbritannien, Sverige, Tyskland, USA och Österrike under perioderna 1963-89 samt 1990-1999. Tabell R4 visar resultaten från en beräkning där samtliga länder inkluderats.

Tabell R4. Prisanpassningskoefficienter.

	Anpassning efter 1 år	Akkumulerad anpassning efter 2 år
1963-1989	0,87 (0,03)	1,00 (0,02)
1990-1999	0,55 (0,05)	0,92 (0,04)

Anm. Siffrorna anger genomsnitt för 17 länder. Vid fullständig prisanpassning är siffran 1. Standardfel inom parentes.

I tabellen anges hur stor del av den nominella förändringen som påverkar priserna efter ett respektive två år. Anpassningen efter ett år är 87 procent under den tidigare perioden, men bara 55 procent under den senare perioden, d.v.s. det skiljer 32 procentenheter mellan perioderna. Siffrorna under den första perioden visar att den nominella förändringen under det första året påverkar reala BNP, mätt som avvikelse från potentiell BNP, med 13 procent. Efter 2 år är BNP åter på sin jämviktsnivå, dvs. anpassningen är fullständig. Under låginflationsregimen sker emellertid ingen fullständig anpassning på två års sikt. Cirka 92 procent av störningen har slagit igenom i höjda priser men 8 procent kvarstår i termer av påverkan på realekonomin. Ett statistiskt test förkastar hypotesen att graden av prisanpassning mätt på detta vis efter ett år är densamma under de båda tidsperioderna.

Motsvarande beräkningar har gjorts land för land. Resultaten visar att priserna mätt på detta vis blivit trögrörligare i de flesta länder, men att det finns skillnader i både graden av prisflexibilitet och hur stor förändringen i prisflexibilitet är mellan de två olika tidsperioderna i de enskilda länderna. Skillnaden mellan perioderna är statistiskt signifikant i de flesta fall.

SAMBANDET MELLAN PRISFLEXIBILITET OCH INFLATION

Ovanstående beräkningar tyder på att övergången från hög till låg inflation minskat graden av prisflexibilitet i ekonomin. För att tydligare se kopplingen mellan graden av prisflexibilitet och inflationstakten har en beräkning gjorts där graden av prisflexibilitet (för respektive land och tidsperiod) beror på inflationstakten (för respektive land och tidsperiod). Resultatet visar att en minskning av inflationstakten med en procentenhet minskar graden av prisanpassning första året med ca fem procentenheter. En nedväxling av inflationstakten med fem procentenheter skulle således minska prisanpassningen under det första året med omkring 25 procentenheter, dvs. göra prisanpassningen efter en nominell störning märkbart mer utdragen.

SLUTSATSER

Resultaten i studien tyder på att priserna har blivit mer stela. Detta kan bero på stabilare och lägre inflationsförväntningar till följd av den penningpolitiska omläggningen. Den lägre inflationen kan ha gjort långsiktiga kontrakt mer attraktiva och minskat värdet för företagen att ändra priserna. Stöd för detta synsätt finns också i den företagsbaserade studie som redovisas i fördjupningsrutan "Enkätstudie över svenska företags prissättningsbeteende" i denna rapport samt tendenser till längre kontrakt på arbetsmarknaden. Resultaten i studien måste tolkas med försiktighet eftersom det inte går att med säkerhet fastställa om det verkligen är just den lägre inflationen som ligger bakom den ökade prisstelheten.

Riskbilden

Inflationsprognosen präglas av osäkerhet och därför är även riskbilden av betydelse för penningpolitikens utformning.

Den internationella tillväxten har reviderats ned markant i huvudscenariot, men trots detta bedöms det kvarstå betydande nedåtrisker. Risken för en mer utdragen internationell lågkonjunktur bedöms vara större än i föregående inflationsrapport. En snabb anpassning av sparandeobalanserna i USA tillsammans med ytterligare fallande japansk efterfrågan, fortsatt osäkerhet om den säkerhetspolitiska utvecklingen och en mer dämpad utveckling i Europa kan leda till en samordnad och mer utdragen internationell lågkonjunktur. Detta medför en risk för en svagare utveckling av de internationella exportpriserna och därmed också den importerade inflationen i Sverige. Sammantaget bedöms riskerna förknippade med den internationella utvecklingen utgöra en något större nedåtrisk för den svenska inflationen än i föregående inflationsrapport.

Det finns även risker för att inflationen blir högre än i huvudscenariot. Inflationen steg under våren mer än väntat, vilket bedömdes bero på i huvudsak tillfälliga effekter. Men även den underliggande inflationen, rensad för dessa effekter, steg något snabbare än väntat. Sedan dess har prisökningarna på inhemskt producerade varor och tjänster fortsatt att vara höga. Därtill har det skett en viss uppgång i inflationsförväntningarna, så som de kommer till uttryck i enkäter. Det kan mot denna bakgrund inte uteslutas att resursutnyttjandet underskattats något eller att inflationen av andra skäl riskerar att bli högre än beräknat. I begränsad utsträckning har detta beaktats i huvudscenariot, men det är fullt möjligt att inflationen blir ännu högre till följd av att utväxlingen mellan tillväxt och inflation i vid mening är mindre gynnsam än vad som tidigare antagits.

Samtantaget bedöms nedåtrisken förknippad med den internationella utvecklingen motverkas av uppåtrisken från en svagare krona och det inhemska resursutnyttjandet.

Kronan utgör en annan uppåtrisk för inflationen. Den har försvagats påtagligt sedan föregående inflationsrapport. Den största risken för att kronan förblir svag sammanhänger visserligen med utvecklingen i utlandet och det gör i sin tur att inflationsriskerna blir mindre; den svaga kronan går ju då hand i hand med ett lägre konjunktorellt betingat pristryck. Det finns dock en risk för att kronan är fortsatt svag, även om den internationella utvecklingen skulle bli i linje med huvudscenariot. I ett sådant scenario riskerar en svag krona att få mer påtagliga effekter på inflationen i Sverige.

Samtantaget bedöms nedåtrisken förknippad med den internationella utvecklingen balanseras av uppåtrisken från växelkursen och utväxlingen mellan tillväxt och inflation. Med beaktande av riskbilden bedöms UND1X-inflationen något understiga inflationsmålet på ett års sikt, men vara i linje med målet på två års sikt vid en oförändrad reporänta.

UTVECKLINGEN BORTOM PROGNOSSHORISONTEN

Normalt sett inriktas penningpolitiken på att uppnå inflationsmålet på ett till två års sikt. Penningpolitiken påverkar dock utvecklingen även bortom denna prognoshorisont. I detta avsnitt görs därför en skissartad bild av inflationen i ett längre perspektiv.

I huvudscenariot bedöms tillväxten i såväl Sverige som i omvärlden återhämta sig under slutet av prognosperioden till följd inte minst av en expansiv ekonomisk politik. Resursutnyttjandet i Sverige under 2003 bedöms bli högt, men något lägre än i föregående prognos. Samtidigt väntas återhämtningen efter den svaga utvecklingen under innevarande år och i början av nästa år bli något snabbare än vad som tidigare antagits. Om utvecklingen följer dessa banor kommer inflationstrycket antagligen att stiga gradvis bortom prognoshorisonten. Till detta bidrar bl.a. att stora grupper på arbetsmarknaden kommer att omförhandla sina löner under 2004 i ett läge där resursutnyttjandet riskerar att vara högt. Denna utveckling förstärks om de ekonomisk-politiska lättnader som nu genomförs och planeras får större effekt än beräknat.

Samtidigt kan det inte heller uteslutas att konjunkturedgången i omvärlden blir både djupare och mer utdragen. Detta skulle i så fall kunna innebära ett lägre resursutnyttjande i Sverige. Det skulle vidare rimligen leda till ett lägre inflationstryck, även om detta antagligen i någon mån skulle motverkas av att kronan apprecierar mindre än i huvudscenariot.

INFLATIONSPROGNOS MED STIGANDE REPORÄNTA — ETT RÄKNEEXEMPEL

Marknadssprissättningen och analytikerns uppfattning som de kommer till uttryck i enkätsvar tyder på att det i dagsläget finns förväntningar om att reporäntan kommer att höjas de kommande två åren. Flera externa bedömares inflationsprognoser baseras också på höjningar av reporäntan. Inflationsprognosen i huvudscenariot görs dock som vanligt under antagande om konstant reporänta för att tydliggöra konsekvenserna för penningpolitikens utformning. Mot denna bakgrund redovisas nedan ett räkneexempel baserat på höjningar av reporäntan i linje med marknadsaktörernas förväntningar, enligt en enkät utförd av SCB i september 2001.

Enligt SCB:s enkät förväntas reporäntan uppgå till 3,75 procent på tre månaders sikt, höjas till 4,0 procent på ett års sikt och 4,5 procent på två års sikt.¹⁶ De korta marknadsräntorna antas i stort sett följa utvecklingen av reporäntan, medan genomslaget på de längre räntorna antas bli mindre. De korta räntorna bedöms bli ungefär en halv procentenhet högre än i huvudscenariot, medan effekten på långräntan begränsas till mellan 5 och 10 räntepunkter. Uppjusteringen av räntenivån bedöms också förstärka kronan något.

En utveckling av reporäntan enligt marknadens förväntningar innebär således att den sammantagna effekten av räntor och växelkurs på efterfrågan i ekonomin bedöms bli något mindre expansiv än i huvudscenariot.

Det högre ränteläget bedöms leda till att såväl hushållens konsumtionstillväxt som investeringstillväxten dämpas något. Den något starkare växelkursen dämpar dessutom nettoexporten och importpriserna. Sammantaget bedöms detta innebära att BNP-tillväxten blir marginellt lägre under såväl 2002 som 2003. Den dämpade aktiviteten i ekonomin medför ett något lägre inflationstryck (se tabell R5).

16 Förväntan avser medianvärdet i enkäten.

Tabell R5. Inflationsprognos med en ränteutveckling enligt marknadens förväntningar.

Procent respektive procentenheter

	Årsgenomsnitt 2001	Tolv månaderstal september 2002	Årsgenomsnitt 2002	Tolv månaderstal september 2003
KPI	2,6 (0,0)	2,0 (0,0)	1,5 (0,0)	2,1 (0,0)
UND1X	2,8 (0,0)	2,3 (-0,1)	1,6 (-0,1)	1,9 (-0,1)

Anm. Inom parentes anges skillnaden mellan denna prognos och inflationsutvecklingen i huvudscenariot med oförändrad reporänta.

Källa: Riksbanken.

Det högre ränteläget leder till ökade räntekostnader för hushållen, vilket får effekt på prisutvecklingen mätt med KPI. Detta motverkas av en något lägre BNP-tillväxt. KPI-inflationen bedöms därför vara oförändrad jämfört med bedömningen i huvudscenariot på både ett och två års sikt. UND1X-inflationen bedöms däremot bli ca 0,1 procentenhet lägre på både ett till två års sikt. Att effekterna inte blir större hänger samman med att det tar tid för penningpolitiken att verka och att större delen av den förväntade reporäntehöjningen sker under slutet av prognosperioden.

Inflationens bestämningfaktorer

I detta kapitel redovisas den enligt Riksbanken mest sannolika utvecklingen för inflationens bestämningfaktorer under de kommande två åren. Inledningsvis diskuteras den internationella utvecklingen. Detta följs av en genomgång av växelkurser och räntor. Slutligen diskuteras ingående utvecklingen i svensk ekonomi.

Konjunktur och inflation i omvärlden

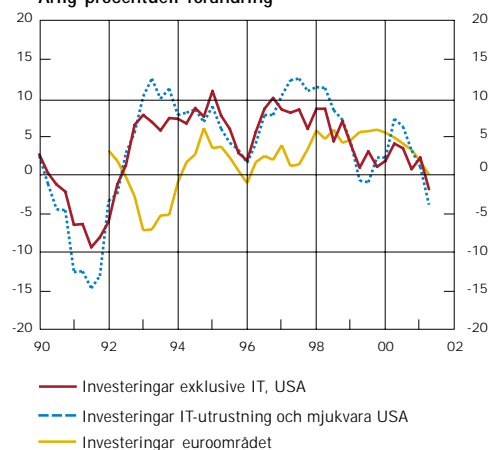
Konjunkturavmattningen i OECD-området har blivit mer markant sedan föregående inflationsrapport. I såväl USA och euroområdet som Japan har tillväxtprognoserna reviderats ned. Terrordåden i USA i september inträffade i ett känsligt konjunkturläge och bedöms få en negativ effekt på den ekonomiska utvecklingen i OECD-området under prognosperioden. Utvecklingen kommer i hög grad att bero på det säkerhetspolitiska läget framöver och på det ekonomisk-politiska gensvaret (se fördjupningsruta "Terrordåden i USA"). Redan någon vecka efter terrordåden sänkte flera centralbanker såsom den amerikanska och den europeiska sina styrräntor med 0,5 procentenheter.

Den globala avmattningen är djupare än väntat.

I jämförelse med föregående inflationsrapport väntas en lägre tillväxt i OECD-området både i år och kommande två år, liksom en lägre exportmarknadstillväxt och en svagare internationell exportprisutveckling (se tabell 3). Exportmarknadstillväxten, i relation till BNP-utvecklingen, har avtagit mer än normalt. Det skulle kunna förklaras av att konjunkturedgången dominerats av fallande efterfrågan på investeringsvaror, särskilt i telekomindustrin.

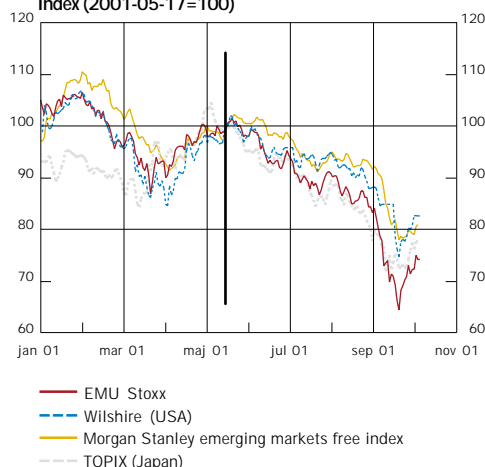
I maj bedömdes det finnas en viss risk för stigande inflation i både USA och euroområdet särskilt under innevarande år. Denna risk har minskat främst till följd av en svagare efterfrågan, men också därför att tillfälliga prisökningar på energi- och livsmedelsområdet börjat klinga av. Fortsatt låga inflationsförväntningar tyder också på lägre inflation under nästa år.

Diagram 8. Investeringar i USA och euroområdet. Årlig procentuell förändring



Källor: US Department of Commerce och Eurostat.

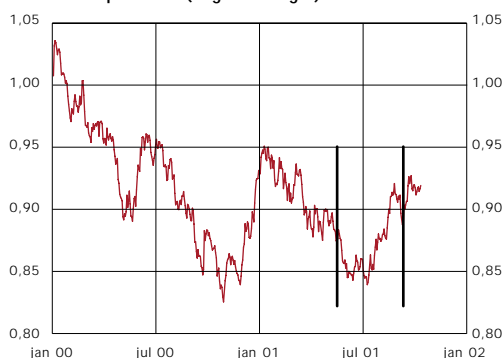
Diagram 9. Den internationella borsutvecklingen. Index (2001-05-17=100)



Anm. Sedan föregående inflationsrapport har Wilshire 5000 fallit med knappt 20 procent. De europeiska börsindexen visar också på en dramatisk utveckling, bl. a. har EMU stoxx fallit med 25 procent. Den vertikala linjen avser stoppdatum för föregående inflationsrapport.

Källor: Wilshire Associates och Hanson & Partners AB.

Diagram 10. Växelkursutveckling USD/EUR. Dollar per euro (dagsnoteringar)



Anm. De vertikala linjerna avser stoppdatum för föregående inflationsrapport och terrordådet i USA.

Källa: Hanson & Partners AB.

Tabell 3. Internationella förutsättningar. Årlig procentuell förändring

	BNP				KPI			
	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003
USA	4,1 (5,0)	1,0 (1,9)	1,5 (2,7)	3,1 (3,2)	3,4 (3,4)	3,0 (2,7)	2,0 (2,3)	2,2 (2,4)
Japan	1,5 (1,7)	-1,2 (1,0)	-0,4 (1,7)	1,6 (2,0)	-0,6 (-0,6)	-0,8 (-0,8)	-0,2 (-0,2)	0,5 (0,5)
Tyskland	3,1 (3,0)	0,9 (2,0)	1,8 (2,3)	2,3 (2,5)	2,1 (2,0)	2,6 (2,0)	1,3 (1,5)	1,6 (1,5)
Frankrike	3,4 (3,4)	1,9 (2,6)	2,0 (2,8)	2,5 (2,8)	1,8 (1,9)	1,7 (1,8)	1,4 (1,7)	1,7 (1,6)
Storbritannien	3,1 (3,0)	1,9 (2,5)	2,3 (2,5)	2,5 (2,6)	0,8 (2,1)	2,2 (2,1)	2,3 (2,4)	2,4 (2,4)
Italien	2,9 (2,9)	1,8 (2,3)	2,0 (2,5)	2,5 (2,6)	2,6 (2,5)	2,7 (2,3)	1,8 (1,9)	2,0 (2,0)
Danmark	2,3 (2,8)	1,4 (2,0)	1,9 (2,2)	2,2 (2,2)	2,7 (2,7)	2,3 (2,3)	1,9 (2,0)	2,1 (2,1)
Finland	5,7 (5,7)	1,8 (4,2)	2,5 (3,5)	2,7 (2,7)	3,0 (3,0)	2,7 (2,5)	1,8 (2,1)	2,2 (2,3)
Norge	2,2 (1,8)	1,2 (1,2)	1,6 (1,6)	1,8 (1,8)	3,1 (3,1)	3,2 (2,9)	2,0 (2,4)	2,5 (2,1)
Euro12	3,4 (3,4)	1,6 (2,4)	2,0 (2,7)	2,6 (2,8)	2,4 (2,3)	2,6 (2,2)	1,6 (1,8)	1,9 (1,9)
TCW-vägt	3,2 (3,3)	1,4 (2,2)	1,8 (2,5)	2,5 (2,7)	2,2 (2,3)	2,5 (2,1)	1,7 (1,9)	2,0 (1,9)
OECD 19	3,4 (3,8)	1,0 (2,0)	1,5 (2,5)	2,6 (2,8)	2,2 (2,3)	2,2 (1,9)	1,6 (1,7)	1,8 (1,9)

	2000	2001	2002	2003
Exportmarknads tillväxt*	10,8 (10,8)	3,7 (6,9)	5,4 (7,8)	7,4 (8,1)
Genomsnittliga exportpriser i nationell valuta (OECD)	1,2 (1,2)	0,8 (1,3)	0,5 (1,0)	0,9 (1,2)
Råoljepris, årligt genomsnitt (USD per fat Brent Blend)	28,4 (28,4)	25,6 (26,3)	23,0 (23,9)	22,2 (22,2)

Anm. KPI avser RPIX för Storbritannien och HIKP för Tyskland, Frankrike, Italien, Danmark samt Finland. BNP för Norge avser fastlandsekonomin.

Prognoser i föregående inflationsrapport återges inom parentes.

*Svensk exportmarknadstillväxt avser tillväxt för import av varor för samtliga länder Sverige exporterar till. Prognosen vägs ihop utifrån respektive lands andel av total svensk export av varor 1998-1999.

Källa: Riksbanken.

Den internationella konjunkturedgången är i stora drag synkroniserad. Investeringarna har dämpats samstämmigt, vinstutsikterna har försämrats och aktiepriserna har fallit (se diagram 8 och 9). Det som hittills hållit upp tillväxten i både USA och euroområdet är hushållens konsumtion, som fortsatt att utvecklas förhållandevis väl.

Fallande börser och räntor bekräftar avmattningen.

Mellan den ekonomiska utvecklingen och de finansiella marknaderna föreligger ömsesidiga samband. I takt med den svagare ekonomiska aktiviteten har aktiekurser och räntor fortsatt att falla (se diagram 9).

I både USA och Europa noteras lägre långräntor än vid tiden för föregående inflationsrapport. De 10-åriga amerikanska och tyska statsobligationsräntorna har fallit med 0,9 respektive 0,4 procentenheter. Ränteskillnaden mellan stats- och företagsobligationer har ökat i USA sedan terrordåden. Det är sannolikt i första hand en följd av en ökad osäkerhet som infunnit sig vilket minskat efterfrågan på redan tidigare lågt graderade företagsobligationer.

Dollarn har fallit med drygt 4 procent mot euron sedan föregående inflationsrapport. Hälften av denna nedgång har skett efter terrordåden i USA (se diagram 10). Försvagningen inleddes dock under juli månad bl.a. till följd av att synen på den amerikanska ekonomins återhämtning blivit mer pessimistisk. Dollarn förväntas fortsätta att gradvis försvagas mot euron.

De sammantagna monetära och finansiella förhållandena i USA och euroområdet bedöms vara expansiva. Realräntan är lägre i USA än i euroområdet, främst till följd av en högre amerikansk inflationstakt. Till viss del motverkas dock denna expansiva effekt i USA av en oväntat stark dollarkurs. Dessutom har börserna fallit i både USA och euroområdet, vilket också verkar dämpande. Den samlade effekten av realräntor, växelkurs och börser framstår emellertid som efterfrågestimulerande i båda områdena sett ur ett historiskt perspektiv.

Redan innan terrordåden publicerades statistik som tydde på en sämre amerikansk utveckling än tidigare väntat. Arbetslösheten ökade samtidigt som konsumenttilltron föll, vilket skulle kunna leda till att konsumenternas efterfrågan försvagas (se diagram 11). Dessutom har husbyggnationerna minskat, lageravvecklingen är ännu inte avslutad och det amerikanska inköpscheffsindexet (NAPM) hade visserligen vänt uppåt men var i september fortfarande på en nivå som indikerar ekonomisk avmattning (under 50) (se diagram 12).

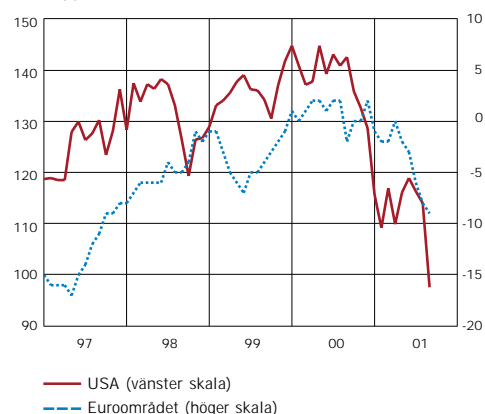
Effekterna av terrordåden på den ekonomiska utvecklingen i USA kommer i hög grad att bero på det säkerhetspolitiska skeendet. I huvudscenariot antas konflikten bli kortvarig. För innevarande år och nästa år kommer tillväxten i USA att revideras ned i huvudsak till följd av en lägre konsumtions- och investeringsvilja samt rena produktionsbortfall. För 2003 revideras tillväxten ned bara marginellt.

Innan terrordåden hade skattelättnader beslutats motsvarande 0,5 procent av BNP i år och 0,8 procent av BNP nästa år. Efter dåden har kongressen bl.a. godkänt ett stödpaket motsvarande 40 miljarder dollar. Dessutom har ytterligare skattelättnader och stimulansåtgärder föreslagits motsvarande drygt 60 miljarder dollar. Sammantaget skulle detta innebära en finanspolitisk stimulans på ca 2,0 procent av BNP under 2002.

Sedan föregående inflationsrapport har dessutom den amerikanska styrräntan sänkts med 1,5 procentenheter till 2,5 procent. Marknaden förväntar sig ytterligare räntesänkningar med åtminstone 0,25 procentenheter fram till årsskiftet. Under slutet av 2002, då den ekonomiska aktiviteten väntas tillta, antas styrräntan åter höjas. Den mindre expansiva penningpolitiken under 2003 bedöms delvis motverkas av en svagare dollar.

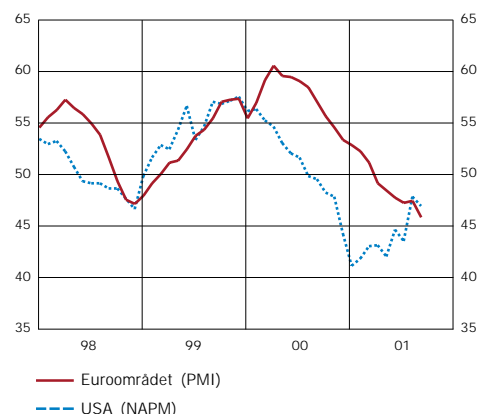
Så länge efterfrågeläget är dämpat och vinstutsikterna svaga är det rimligt att räkna med att investeringarnas känslighet för räntesänkningar är lägre än normalt. Återuppbyggnaden av infrastrukturen och ökade offentliga utgifter för försvar och säkerhet, till följd av terrordåden, bidrar dock till att öka efterfrågan. Återhämtningen av investeringarna och den privata konsumtionen påverkas av hur hushållens och företagens syn på framtiden utvecklas den närmaste tiden.

Diagram 11. Konsumentförtroendet i USA och euroområdet.
Index



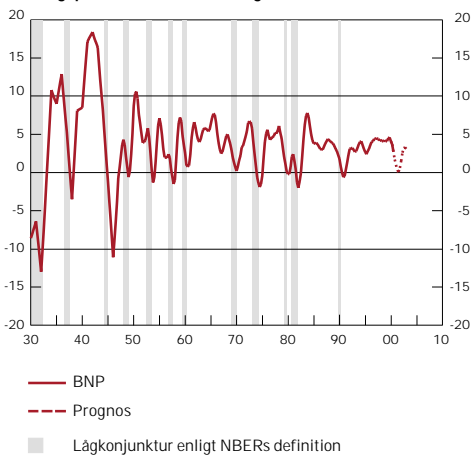
Källor: The Conference Board och EU-kommissionen.

Diagram 12. Inköpscheffernas index i USA (NAPM) och euroområdet (PMI).
Index



Källor: National Agency of Purchasing Managers (NAPM) och Reuters.

Diagram 13. Amerikansk BNP-tillväxt och lågkonjunkturer 1930-2003. Årlig procentuell förändring



Anm. Tillväxten uttrycks i säsongjusterad årstakt (årsdata fram till 1947). De grå fälten indikerar lågkonjunkturer. NBER definierar recession som en varaktig avsevärd nedgång i ekonomisk aktivitet, synlig i industriproduktion, sysselsättning, reala inkomster och handel.

Källor: National Bureau of Economic Research, Department of Commerce och Riksbanken.

Diagram 14. KPI och HIKP i USA respektive euroområdet. Årlig procentuell förändring



Källor: Bureau of Labor Statistics och Eurostat.

Sammantaget bedöms tillväxten i den amerikanska ekonomin åter öka under andra halvåret 2002. Om så sker kommer konjunkturmönstret att stämma relativt väl med tidigare återhämtningar under senare decennier (se diagram 13). För en förhållandevis snabb återhämtning talar främst en ovanligt expansiv ekonomisk politik. I andra vågskålen ligger främst risker för en varaktig försämring av framtidstron i kölvattnet av terrordåden och en mer utdragen investeringscykel.

De reviderade tillväxtutsikterna i USA får effekter på utvecklingen i resten av världen. I euroområdet väntas tillväxten under de kommande åren att bli svagare än vad som förutsågs i föregående inflationsrapport som ett resultat av den sämre internationella utvecklingen, men också till följd av den ökade osäkerhet till följd av den säkerhetspolitiska utvecklingen. Utsikterna på arbetsmarknaden har försämrats och konsumentförtroendet har dämpats (se diagram 11). I september föll också inköpschefernas index (PMI) ytterligare liksom företagsförtroendet, vilket bekräftar nedgången i den europeiska industrikonjunkturer (se diagram 12).

Aktiviteten i euroområdet kommer troligen att dämpas ytterligare under de närmaste kvartalen. Under andra delen av nästa år förväntas dock en återhämtning. Skattelättnader som genomförts i bl.a. Tyskland och Frankrike under det första halvåret i år och de ytterligare skattesänkningar som antas genomföras under nästa år förutses understödja hushållens konsumtion.

En lättare penningpolitik väntas också bidra till att upprätthålla aktiviteten i de europeiska länderna. ECB har sänkt räntan med 0,75 procentenheter till 3,75 procent sedan föregående inflationsrapport. På marknaden finns förväntningar om sänkningar med ytterligare 0,25-0,5 procentenheter fram till årsskiftet. Mot slutet av prognosperioden, då konjunkturläget förbättrats, antas styrräntan åter höjas.

I Japan förväntas en återhämtning äga rum först mot slutet av 2003. Utöver effekterna från den globala avmattningen väntas åtgärder föreslagna i den japanska regeringens reformpaket verka dämpande på den ekonomiska aktiviteten, bl.a. genom att de kan komma att leda till fler företagskonkurser och högre arbetslöshet. Även i tillväxtekonomierna (Sydostasien, Latinamerika och Östeuropa) bedöms utvecklingen bli betydligt sämre än vad som förutsågs i maj. Många tillväxtekonomier i Asien är starkt beroende av utvecklingen i USA. Den ökade riskaversionen efter terrordåden riskerar dessutom att förvärra situationen framförallt för länder med underskott i bytesbalansen.

Lägre oljepriser och svagare konjunkturutsikter ger lägre inflationstakt.

I föregående inflationsrapport bedömdes det finnas en viss risk för stigande inflation i både USA och euroområdet. Under sommaren har emellertid inflationen fallit i takt med att prisökningarna på energi- och livsmedelsområdet avtagit (se diagram 14). Inflationen förväntas fortsätta att falla under slutet av

innevarande år och i början av nästa år till följd av svagare konjunkturutsikter och lägre oljepriser.

Oljepriset har i stort sett utvecklats i linje med prognosen i föregående inflationsrapport fram till terrordåden i USA. Direkt efter terrordåden steg oljepriset till 31 dollar/fat. Därefter har oro för en avmattning i ekonomin pressat ned oljepriset till ca 21 dollar/fat. Oljeprisprognosen revideras ned 0,5 dollar/fat i år till 25,6 dollar/fat, medan prognosen för nästa år revideras ned med knappt 1 dollar/fat till 23 dollar/fat. Prognosen för 2003 är oförändrad på 22,2 dollar/fat.

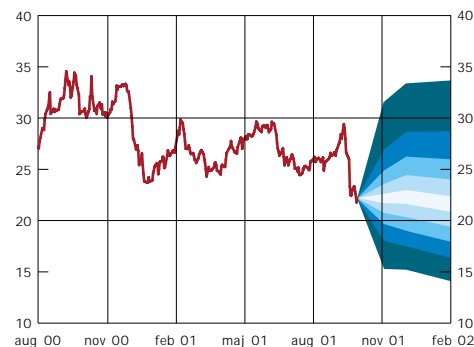
Den säkerhetspolitiska utvecklingen skulle dock kunna leda till högre oljepriser. Detta bekräftas av prissättningen på oljeprisoptioner (se diagram 15).

Priserna på övriga råvaror har fallit mer än väntat sedan maj. Försämrade internationella konjunkturutsikter beräknas dämpa prisutvecklingen framöver mer än vad som antogs i den tidigare bedömningen.

Den bredare och djupare internationella konjunkturavmattningen väntas även leda till att de internationella exportpriserna utvecklas långsammare än vad som förutsågs i föregående rapport. De internationella exportpriserna beräknas, framförallt till följd av ett allt lägre kapacitetsutnyttjande i de stora OECD-länderna, nu utvecklas svagare både i år och kommande två år än vad som förutsågs i början av sommaren.

Sammanfattningsvis har konjunkturavmattningen i omvärlden blivit mer markerad än vad som förutsågs i inflationsrapporten i maj. Försämrade vinstförväntningar, lägre aktiepriser och dämpade investeringar samt en snabbare anpassning av sparande-obalanserna hos hushållen bidrar till att tillväxtprognoserna, främst för USA, men också för övriga industriländer, revideras ned. Den ökade osäkerheten till följd av terrordåden och den säkerhetspolitiska utvecklingen förstärker risken, åtminstone på kort sikt. Samtidigt talar historiska konjunkturmönster och en starkt expansiv ekonomisk politik för en återhämtning. Jämfört med i majrapporten har konjunkturuppgången skjutits fram i tiden och beräknas nu komma igång runt mitten av nästa år.

Diagram 15. Råoljepriset (crude Brent) samt osäkerhetsintervall beräknat från optionsprissättningen 2001-10-05. USD/fat



Anm. Det ljusaste bandet visar det område inom vilket oljepriset förväntas befinna sig med 10 procents sannolikhet vid varje tillfälle i framtiden. Nästa skuggade band på ömse sidor om 10-procentsintervallet motsvarar 30 procents sannolikhet. Vid varje ytterligare skuggat område ökar sannolikheten med 20 procentenheter, så att det bredaste bandet motsvarar 90 procents sannolikhet.

Källor: IPE och Riksbanken.

TERRORDÅDEN I USA

Terrordåden i USA kommer att påverka den redan svaga ekonomiska utvecklingen negativt. Den dominerande effekten de närmaste kvartalen utgörs av ett produktions- och efterfrågebortfall, inte minst i de sektorer som berörs direkt såsom finans-, flyg- och rekreationsbranschen. Den ökade osäkerheten som följer med attentaten kan dessutom försvaga företagens och hushållens framtidstro. I ett något längre perspektiv kommer återuppbyggnaden av infrastruktur att leda till ökade investeringar samtidigt som ökade offentliga utgifter bidrar till att öka efterfrågan. I huvudscenariot får terrordåden en tillväxtdämpande effekt under de närmaste fyra kvartalen, därefter blir nettoeffekten begränsad. Det föreligger emellertid en risk att effekterna blir mer omfattande på grund av fortsatt osäkerhet och oro.

EFFEKTER DE NÄRMASTE KVARTALEN

På kort sikt finns flera olika kanaler genom vilka de ekonomiska effekterna blir märkbara:

- Den omedelbara effekten av terrordåden är ett *direkt produktionsbortfall*. Vissa verksamheter stängdes ner i samband med dåden och inom andra minskade produktionen. Effekten på BNP-tillväxten kan uppgå till flera tiondels procentenheter under de närmaste kvartalen.
- Terrordåden kan också leda till ett mer *varaktigt produktionsbortfall som är koncentrerat till de regioner och branscher som berörs direkt*. Exempelvis kan finans-, flyg-, försäkrings- och turistindustrin påverkas. Sammantaget motsvarar dessa sektorer mellan 6 och 9 procent av BNP i USA.
- Attentaten kommer troligen dessutom medföra ett *kortsiktigt konsumtionsbortfall*. Perioder av ökad osäkerhet, såsom krig eller politiska kriser, har historiskt påverkat bl.a. inköpen av varaktiga varor och investeringar i egnahem.

Effekten de närmaste kvartalen blir sannolikt betydande. Terrorattentaten i sig kan motivera att BNP-tillväxten i år och nästa år justeras ned med flera tiondels procentenheter.

EFFEKTER DE NÄRMASTE ÅREN

Effekterna de närmaste åren kan förväntas påverkas av fallet i kapitalstocken, ökade offentliga utgifter, sänkta skatter, penningpolitiska lättnader samt utvecklingen av allmänhetens framtidstro.

För att illustrera hur ekonomin skulle kunna påverkas har vissa effekter var och en för sig simulerats i omvärldsmodellen NiGEM (se tabell R7).¹⁷ I den första simuleringen antas att kapitalstocken minskar med 40 mdr USD under tredje kvartalet i år.¹⁸ I den andra simuleringen antas att de offentliga utgifterna ökar med ytterligare 5 procent per år de närmaste åren och i den sista simuleringen antas att aktiepriserna faller med ca 10 procent.

Tabell R6. Avvikelse från basscenario för USA.

Skillnad i årlig procentuell förändring (årlig förändring för bytesbalans och procentenheter för styrräntor)

	Kapitalstock*			Offentlig konsumtion**			Aktiepriser***		
	År 1	År 2	År 3	År 1	År 2	År 3	År 1	År 2	År 3
BNP	0,0	0,0	0,0	0,4	0,3	-0,4	-0,4	-0,2	-0,2
Investeringar	0,1	0,0	-0,1	0,5	0,0	-0,8	-1,0	-1,0	-0,4
Privat konsumtion	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,8	0,0	-1,0	-0,8	-0,4
Inflation	0,0	0,0	0,0	0,2	0,5	-0,6	-0,2	-0,4	-0,4
Bytesbalans (% av BNP)	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,6	0,2
Styrräntor	0,03	0,00	0,00	0,7	0,5	-0,4	-0,8	-0,4	-0,2

* Kapitalstockschocken har modellerats som en minskning med 0,2 procent, vilket motsvarar en kapitalförlust på ca 40 mdr USD.

** Offentlig konsumtion antas öka med 5 procent första året och sedan med ytterligare 5 procent andra året. Bakom denna ökning ligger en ökning med militärutgifterna på ca 15 procent per år.

*** Börsfallet modelleras som en varaktig ökning av aktieriskpremien med 0,3 procent. Den ökade riskpremien påverkar också investeringsbesluten i företagen direkt i NiGEM.

Effekterna av kapitalstocksminskningen är, enligt modellen, små. Efter en negativ störning, som reducerar kapitalstocken, återförs ekonomin till jämvikt genom att investeringarna stiger. Att effekterna av minskningen i kapitalstocken blir måttliga överensstämmer med erfarenheter från andra typer av katastrofer såsom översvämningar, jordbävningar eller jordskred, då effekten visat sig vara liten, även om det kortsiktiga produktionsbortfallet varit betydande.¹⁹

17 NIESRS modell NiGEM har använts för simuleringarna. NIESR står för National Institute of Economic and Social Research (London) och NiGEM står för National Institute Global Econometric Model.

18 40 mdr USD är ett antagande, inte en uppskattning. Uppskattningar varierar mellan 15 och 50 mdr USD.

19 Presidentens ekonomiska råd i USA gjorde en genomgång av de 20 mest omfattande katastroferna mellan 1971 och 1995 inför millennium skiftet i sin årliga rapport till kongressen. Trots att skadorna vid flera tillfällen motsvarat mer än 1 procent av BNP, som vid orkanerna Andrew 1992 eller jordbävningen i Kalifornien 1994, blev effekten på BNP så begränsade att de inte påverkade årsgenomsnittet.

Det kommer att ske en betydande ökning av de offentliga utgifterna de närmaste åren. Ett åtgärdspaket, som omfattar ca 40 mdr USD, har redan initierats. Hälften av dessa offentliga medel är öronmärkta för uppbyggnaden av New York och hälften för försvar och säkerhet. Det kommer också vidtas stödåtgärder för de branscher som drabbats, bl.a. flygindustrin. Ytterligare skattelättnader för hushåll och företag på i storleksordningen 50-60 mdr har föreslagits. Till detta kommer sannolikt ytterligare försvarsutgifter. De ökade offentliga utgifterna efter dåden kan totalt komma att motsvara uppemot någon procent av BNP.

Terrordåden i USA har ökat osäkerheten, vilket kan påverka hushållen och företagens framtidstro. Vikande optimism om framtiden kan påverka ekonomin via flera kanaler. En effekt, som redan har observerats, är att börskurserna faller. Fallande börskurser påverkar både investeringar och konsumtion negativt och den återhållande effekten blir betydande, men klingar av förhållandevis snabbt.

Den samlade bedömningen av nettoeffekterna av terrordåden i USA är att dessa enligt modellsimuleringarna får betydande effekter på kort sikt, men att konsekvenserna för tillväxtutsikterna under de närmaste åren sannolikt blir små, när hänsyn tas till de ekonomisk-politiska åtgärder som vidtagits och som kan förväntas.

Effekten på inflationsutsikterna blir sannolikt liten. Vid såväl Korea-, Vietnam- som Gulfkriget, steg inflationen påtagligt. Både prissättningen på de finansiella marknaderna och attitydundersökningar indikerar att inflationsförväntningarna snarare fallit något efter attentaten.

EFFEKTER PÅ KONSUMENTERNAS FRAMTIDSTRO OCH HISTORISKA PARALLELLER

Det kan inte uteslutas att de indirekta effekterna av terrordåden i USA blir mer omfattande än vad som här antagits. Historiskt har politiska oroligheter och krig påverkat konsumenternas syn på framtiden negativt. Eskaleringen av Vietnamkriget och president Nixons avgång sammanföll med det största respektive det näst största fallet i konsumenttilltron de senaste 40 åren. Vid USA:s invasion av Panama minskade också tilltron kraftigt liksom vid Iraks invasion av Kuwait.

Dagens låga sparande, som visar sig i både hushållens låga sparkvot och bytesbalansunderskottet, gör att läget är känsligt. En ökad oro kan utlösa eller påskynda en anpassning av obalanserna som leder till större real-ekonomiska effekter. Om allmänheten uppfattar dåden

som inledningen på en lång period av osäkerhet finns en stor risk att konsumtion och investeringar faller mer påtagligt.

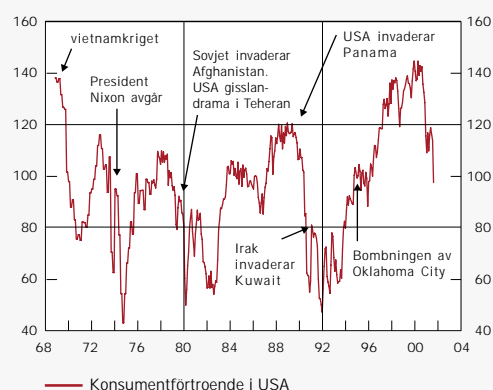
Det är svårt att jämföra dagens situation med tidigare perioder med militära konflikter. Både Korea- och Vietnamkrigen medförde en ökning av försvarsutgifterna, som då uppgick till ca 15 respektive 10 procent av BNP, vilket knappast är aktuellt idag. Iraks invasion av Kuwait och det efterföljande Gulfkriget ligger något närmare i tiden, men den konflikten berörde inte heller den inhemska ekonomin och civilbefolkningen i USA lika direkt som de dåd som nu drabbat bl.a. New York och Washington. Gulfkriget bidrog sannolikt till att tillväxten blev svag både 1990 och 1991, men återhämtningen skedde förhållandevis snabbt.

En viktig skillnad i förhållande till situationen i början av 1990-talet är att utrymmet för att vidta ekonomisk-politiska åtgärder är större idag. I början av 1990-talet var inflationstakten över 5 procent och den konsoliderade offentliga sektorn uppvisade ett underskott som motsvarade ca 5 procent av BNP. Skillnaden är också påtaglig när det gäller omvärlden. Den starka expansion som följde i Europa efter återförening i Tyskland och den höga tillväxten i Japan gav USA en stark internationell draghjälp i början av 1990-talet. I dag sker en mer synkroniserad konjunkturedgång över världen.

EFFEKTER PÅ POTENTIELL TILLVÄXT

De långsiktiga effekterna av terrordåden för den potentiella tillväxten är svåröverskådliga. En effekt som kan antas bli varaktig är att säkerhetskraven nu skärps och att administrativa rutiner kan bli omfattande, inte bara inom flyget, utan också i andra sektorer. Ökade transaktions- och transportkostnader har en negativ effekt på den potentiella tillväxten. Återinvesteringar innebär dock att kapitalstocken moderniseras, vilket kan vara förknippat med vissa positiva externa effekter via teknisk utveckling. Ökade försvarsutgifter kan tala i samma riktning. Sannolikt är de samlade effekterna på den potentiella tillväxten begränsade.

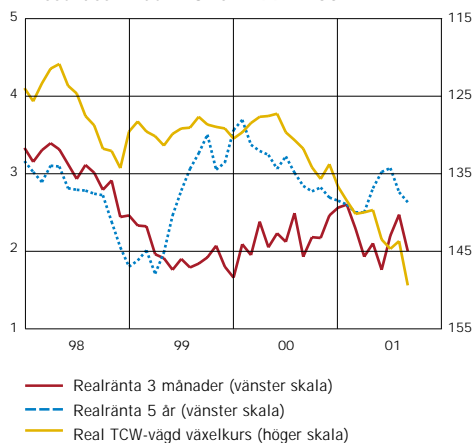
Diagram R5. Konsumenttilltro i USA.
Index



Källa: Conference Board.

Monetära förutsättningar och inflationsförväntningar

Diagram 16. Realräntor och real växelkurs, januari 1998-september 2001. Procent och index: 18 nov. 1992=100



Källa: Riksbanken.

Den samlade effekten av realräntor och växelkurs är nu mer expansiv, både i förhållande till föregående inflationsrapport och i en internationell jämförelse.

Lägre reala räntor och en lägre real växelkurs bidrar till en starkare stimulans av ekonomin idag än i slutet av varen. Sedan föregående inflationsrapport är framförallt den reala växelkursen svagare, men även de reala räntorna har fallit (se diagram 16). Jämfört med exempelvis euroområdet och USA är effekten av växelkurs och räntor mer expansiv i Sverige. I ett bredare perspektiv - där hänsyn även tas till börsutvecklingen - motverkas den expansiva utvecklingen av fallande aktiekurser.

Inflationsförväntningarna på 2 års sikt uppgår för närvarande till strax över 2 procent.

Under senvåren och början av sommaren steg inflationsförväntningarna på ett års sikt enligt enkäter för hushållens inköpsplaner (HIP). Därefter har inflationsförväntningarna fallit tillbaka och uppgår i september till 2 procent. Enligt SCB:s senaste marknadsundersökning är penningmarknadsaktörernas inflationsförväntningar på 2 års sikt oförändrade sedan i maj och uppgår till 2,1 procent medan de stigit något på 5 års sikt (se tabell 4).²⁰ För andra grupper som tillfrågats i SCB:s enkät, såsom inköpschefer och parter på arbetsmarknaden, steg emellertid inflationsförväntningarna både på 2 och 5 års sikt. Trots att den förväntade prisutvecklingen alltså ökat något sedan föregående inflationsrapport har bl.a. de svagare konjunkturutsikterna bidragit till att den förväntade reporäntan på 2 års sikt nu är lägre än i maj.

Tabell 4. Förväntad inflationstakt enligt SCB undersökning i september 2001, där inte annat anges.

Årlig procentuell förändring av KPI

Förväntad inflationstakt om 1 år		
Penningmarknadens aktörer	2,2	(0,3)
Arbetsgivarorganisationer	2,6	(0,6)
Arbetsstagarorganisationer	2,3	(0,5)
Inköpschefer handel	2,6	(0,5)
Inköpschefer industri	2,5	(0,3)
Hushåll (HIP)	2,0	(0,2)
Industriföretag (Barometern) i juli (april)	2,1	(0,6)
Tjänsteföretag (Barometern) i juli (april)	2,2	(0,7)
Förväntad inflationstakt om 2 år		
Penningmarknadens aktörer	2,1	(0,0)
Arbetsgivarorganisationer	2,4	(0,2)
Arbetsstagarorganisationer	2,4	(0,6)
Inköpschefer handel	2,5	(0,4)
Inköpschefer industri	2,5	(0,3)
Förväntad inflationstakt om 5 år		
Penningmarknadens aktörer	2,1	(0,1)
Arbetsgivarorganisationer	2,3	(0,2)
Arbetsstagarorganisationer	2,2	(0,2)
Inköpschefer handel	2,6	(0,4)
Inköpschefer industri	2,6	(0,3)

Anm. Inom parentes anges förändringen i procentenheter sedan föregående undersökningar.

Källor: Konjunkturinstitutet och SCB.

²⁰ SCB:s senaste enkät genomfördes under perioden 17-21 september, således till övervägande del efter Riksbankens beslut att sänka reporäntan med 0,5 procentenheter, vilket fattades den 17 september.

Marknadsförväntningar om oförändrad reporänta under innevarande kvartal.

Den penningpolitiska förväntningsbilden har förändrats vid ett antal tillfällen sedan i våras. I takt med att kronan försvagades, men också efter uttalanden av medlemmar i Riksbankens direktion, steg de korta räntorna i juni. När reporäntan höjdes med 0,25 procentenheter i början av juli var det därför väntat av marknaden. Under sommaren föll de korta räntorna tillbaka när konjunktursignalerna i huvudsak pekade nedåt och kronans fall bromsats upp. Strax före terrordåden i USA indikerade både implicita terminsräntor och marknadsundersökningar förväntningar om oförändrad reporänta de närmsta 12 månaderna (se diagram 17). Efter händelserna i USA sänkte Riksbanken styrräntan med 0,5 procentenheter, i linje med flera andra centralbanker. För närvarande förväntar sig penningmarknadsaktörerna, enligt SCB:s senaste enkät, en oförändrad reporänta på 3 månaders sikt, vilket också överensstämmer med marknadsprissättning enligt de implicita terminsräntorna. Enligt SCB:s enkät väntas därefter en reporäntehöjning till 4 procent på 12 månaders sikt samt ytterligare höjningar med sammantaget 0,5 procentenheter på 2 års sikt.²¹

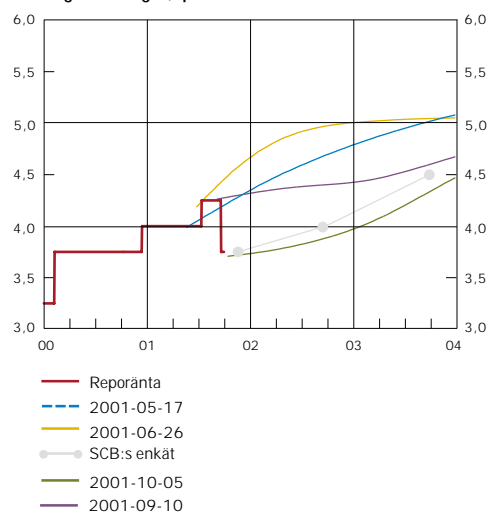
Svenska räntor har i stor utsträckning präglats av den internationella ränteutvecklingen. Efter reporäntesänkningen i september har den korta räntan fallit, vilket tillsammans med rådande inflationstakt innebär att den reala 3-månadersräntan nu är något lägre än i maj. Också den reala 5-åriga räntan har sammantaget sjunkit något sedan föregående inflationsrapport, främst till följd av konjunkturutsikter som försämrats parallellt i Sverige och utomlands.

Den svenska avkastningskurvan är, i likhet med t.ex. den amerikanska och tyska, för närvarande något brantare än vid föregående inflationsrapport. Bakgrunden är främst de väsentligt lägre korta räntorna. Den ökade osäkerheten om den globala konjunkturutvecklingen bidrar till en högre efterfrågan på räntebärande tillgångar med korta löptider. Långa räntor har däremot bara sjunkit marginellt sedan i maj.

Långräntedifferensen mot Tyskland har ökat och väntas stabiliseras på en något högre nivå än i tidigare bedömning.

Långräntedifferensen mot Tyskland har ökat något sedan föregående inflationsrapport (se diagram 19). Detta är sannolikt i första hand en följd av en ökad växelkurspremie i kölvattnet på kronans försvagning och ökad internationell oro. Ytterligare en faktor kan vara en något större osäkerhet kring den framtida statliga upplåningen och därmed utbudet av statsobligationer i Sverige. Skillnaden mellan förväntad styrränta i Sverige och Tyskland på 10 års sikt, vilken kan tolkas som ett mått på den

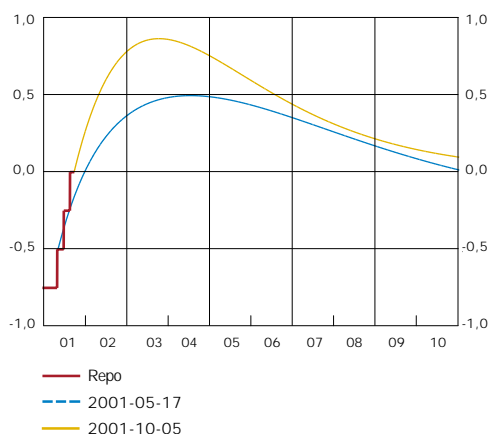
Diagram 17. Reporänta och implicita terminsräntor enligt spline-metoden samt SCB:s enkät. Dagsnoteringar, procent



Källor: SCB och Riksbanken.

21 Avser medianvärden.

Diagram 18. Faktisk och förväntad styrrentedifferens mellan Sverige och Tyskland på upp till 10 års sikt enligt implicita terminsräntor. Procentenheter



Källa: Riksbanken.

långsiktiga trovärdigheten för penningpolitiken, har ökat något. Differensen är dock fortfarande mycket låg i ett historiskt perspektiv (se diagram 18).

Långräntedifferensen mot utlandet väntas ligga kvar på en något högre nivå än vid bedömningen i maj. Det medför att de långa räntorna blir marginellt högre än i föregående bedömning, trots en något svagare konjunktur. I takt med att den svenska ekonomin återhämtar sig under prognosperioden väntas den tioåriga statsobligationsräntan stiga till cirka 5,5 procent.

Utlåningen till allmänheten har fortsatt att öka.

Den årsvisa tillväxten i kreditgivningen till svensk allmänhet är fortsatt hög, men har dämpats något under de senaste månaderna, till drygt 8 procent i augusti. En bidragande orsak till den fortsatt höga utlåningstakten till hushållen är sannolikt den relativt höga aktivitetsnivån på fastighetsmarknaden. Monetära aggregat, såväl sedlar och mynt (M0) som det bredare penningmängdsmåttet M3, växer i långsammare takt.

KRONANS UTVECKLING

Sedan 1975 har kronans effektiva nominella växelkurs, mätt med TCW-index, försvagats med närmare 90 procent. Ungefär hälften av denna försvagning kan förklaras med att den svenska inflationen under en lång tidsperiod var högre än i vår omvärld. Den resterande delen av försvagningen beror på att den s.k. reala växelkursen deprecierat.

En real växelkurs mäter ett lands kostnads- eller prisnivå i förhållande till andra relevanta länder i gemensam valuta. För att avgöra om en valuta är över- eller undervärderad används ofta begreppet real jämviktsväxelkurs. Den reala jämviktsväxelkursen är den nivå som är förenlig med extern och intern balans. Vid intern balans råder fullt resursutnyttjande i hemlandet medan extern balans förutsätter att utlandsskulden inte växer under okontrollerade former.

Vad är det som påverkar den reala växelkursen och dess jämviktsnivå? Enligt teorin om köpkraftsparitet ska prisnivån i två länder vara densamma uttryckt i en gemensam valuta och den reala växelkursen kommer då att vara konstant över tiden. Skillnader i inflationstakt mellan länderna balanseras av rörelser i den nominella växelkursen. Historisk sett har dock den reala växelkursen tenderat att fluktuera (se diagram R6).²² Eftersom köpkraftsparitet bara tycks hålla på mycket lång sikt innebär detta att den reala växelkursen under långa perioder kommer att vara under- eller övervärderad.

Det finns flera olika teorier för att förklara den reala växelkursen. Enligt en av dessa bestäms den reala jämviktsväxelkursen av den relativa produktivitets-tillväxten mellan länder och av ett lands "terms of trade", dvs. relativpriset för ett lands varor på världsmarknaden. Det är lätt att se att också utvecklingen av bytesbalansen kan vara av betydelse.

"Terms of trade" - Försämrade "terms of trade" i förhållande till omvärlden innebär att landet ifråga får sämre betalt för sina exportvaror medan importerade varor blir dyrare. Ett annat sätt att uttrycka en "terms of trade" försämring är att importerade varor blir dyrare relativt inhemskt producerade. Landet måste

Diagram R6. Real växelkurs.

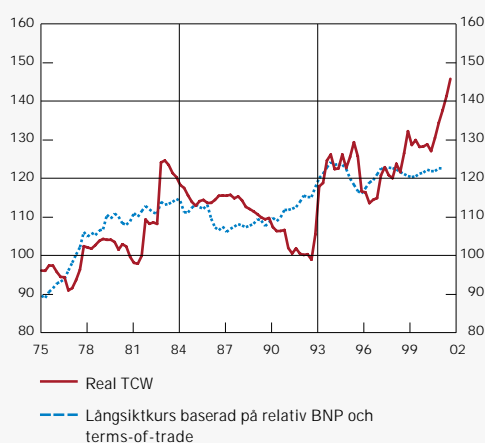


Anm. Observationerna 1940-1947 saknas och har ersatts med linjär interpolering. Se även fotnot 22. År 2001 inkluderar t.o.m. september månad 2001.

Källor: IMF och Riksbanken.

22 I diagrammet visas den effektiva reala växelkursen, dvs. en sammanvägning av de bilaterala reala växelkurserna mot Sveriges viktigaste handelspartners (årsgenomsnitt). I detta fall är det 13 länder (G10-länderna samt Danmark, Finland och Norge) som utgör "utlandet". De har sammanvägts med (relativa) TCW-vikter.

Diagram R7. Real TCW samt trendmässig TCW baserad på en enkel modell med relativ BNP och "terms-of-trade".



Källa: Riksbanken.

sälja fler exportvaror eller konsumera mindre inhemska varor för att kunna betala för en oförändrad importvolym. För att återställa jämvikten måste den reala växelkursen försvagas.

Produktivitetstillväxt - Om produktivitetstillväxten är starkare i hemlandet än i utlandet kommer den reala växelkursen att appreciera för att jämna ut konkurrensförhållandena mot utlandet. En hög produktivitetstillväxt brukar också gå hand i hand med en högre potentiell BNP-tillväxt. Ett land som har högre tillväxt än i omvärlden bör därför normalt ha en trendmässigt apprecierande real växelkurs. Sambandet mellan produktivitetstillväxt och växelkursen är dock inte entydigt enligt ekonomisk teori. Under vissa antaganden kan sambandet också vara det omvända.

Bytesbalansen och utlandsskulden - Ett land som har ett bestående underskott i bytesbalansen kommer att generera en växande utlandsskuld. Det betyder att landet får större och större räntebetalningar. Den reala växelkursen måste försvagas för att landet ska kunna öka sin export och finansiera räntebetalningarna. Ett land som har en nettoskuld mot utlandet kan därför under perioder komma att ha en svag växelkurs. Bytesbalansen och utlandsskulden kan också påverkas av andra faktorer, exempelvis demografiska förhållanden.

Vid sidan av dessa förklaringar finns det andra faktorer som kan tänkas påverka kronan som mer eller mindre tar sin utgångspunkt i de flöden som sker på valutamarknaden. Den mest generella flödesrelaterade förklaringen är korträntedifferensen. En annan faktor som från tid till annan påverkat nominella växelkurser är det statsfinansiella läget. En växande statskuld kan skapa förväntningar om högre inflation.

Alla bedömningar av kronans framtida kursutveckling är osäkra. Enkla skattningar tyder på att sambandet mellan real växelkurs, relativ BNP-utveckling och "terms of trade" kan ge en vägledning i tolkningen av kronans utveckling. Utvecklingen av den reala växelkursen under 1970- och 1980-talet kan t.ex. till stor del förklaras med den relativt sämre tillväxten i Sverige och med försämrade "terms-of-trade". Diagram R7 visar real TCW samt en skattning med en sådan modell. Under vissa perioder har emellertid utvecklingen varit svårförklarad, bl.a. 1990-1993 och de senaste två åren. Den relativa BNP-utvecklingen under de senaste åren skulle snarast tala för en starkare växelkurs medan den under senaste året försvagade "terms of trade" bara kan förklara en mindre del av kronans lägre värde.

Vilka andra faktorer är det då som har påverkat kronutvecklingen de senaste åren? Eftersom långräntedifferensen mot Tyskland i stort sett varit oförändrad finns det inte anledning att tro att osäkerhet kring den ekonomiska politiken ha varit en viktig faktor. Inte heller är det troligt att skillnaden i de korta räntorna spelat någon större roll, även om effekter periodvis inte kan uteslutas.

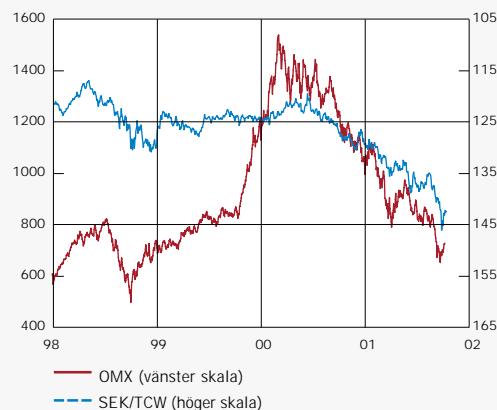
Diskussionen rörande växelkursen har den senaste tiden i stället kommit att handla om effekterna av specifika flöden. Det har under de senaste åren t.ex. förelegat en nära relation mellan Stockholmsbörsens och kronans utveckling (se diagram R8). Det förefaller som om kronan tenderar att falla när utländska placerare har lämnat börsen. De omfattande köp av utländska värdepapper som svenskar genomfört, bl.a. till följd av ändrade placeringsregler inom det nya pensions-systemets ram, synes ha haft liknande effekt. Stockholmsbörsens utveckling speglar också den realekonomiska utvecklingen och det kraftiga fallet av IT- och telekomaktier beror dessutom på försämrade "terms-of-trade". Samtidigt har problemen för dessa delar av industrin resulterat i lägre exportintäkter.

En svaghet med den här typen av förklaringar av kronans utveckling är att effekterna inte tycks vara systematiska eller symmetriska. Under perioder när börsen har varit stark har detta exempelvis inte föranlett någon kraftig förstärkning av kronan. Före 1999 tycks det heller inte finnas någon tydlig relation mellan Stockholmsbörsen och kronans utveckling (se diagram R8). I andra länder såsom Storbritannien, Schweiz eller Japan, där börserna också har fallit, har växelkursen inte deprecierat. Då det inte finns någon stabil grund för att anta att flödenas effekter på växelkursen är systematiska har de ett begränsat värde som prognosvariabler.

Vid en samlad bedömning av den svenska växelkursutvecklingen framstår tre slutsatser som centrala:

- En viktig förklaring till att kronan försvagats i nominella termer de senaste decennierna är att inflationen varit högre än i andra länder. Ungefär hälften av den nominella deprecieringen sedan 1970-talet beror på högre inflation. Återstoden av kronförsvagningen, dvs. deprecieringen av den reala växelkursen, beror huvudsakligen på att Sverige under lång tid haft en lägre BNP-tillväxt än de viktigaste konkurrentländerna.
- Under 1990-talet har politiken i Sverige lagts om. Inflation och tillväxt har sedan dess varit i linje med omvärldens. Det finns mot denna bakgrund inte

Diagram R8. OMX samt TCW.



Källa: Riksbanken.

anledning att tro att tillväxten och inflationen kommer att avvika markant från omvärlden framöver. Att dessa faktorer skulle förklara kronförsvagningen är därför inte troligt. Även om "terms of trade" försämrats just det senaste året finns det knappast skäl att se detta som något som kommer att tynga kronan i framtiden.

- Antagligen sammanhänger de senaste årens depreciering till viss del med faktorer, såsom portföljflöden och finansiell oro. Till bilden har också hört en konjunkturell nedgång i exportintäkterna. Detta är faktorer som i hög grad bör vändas till sin motsats när återhämtningen inleds.

I den allmänna diskussionen om kronans försvagning har också ett antal förklaringar av mer strukturell art lyfts fram. Exempel på sådana är skattesystemets utformning, företagens internationalisering och den följande utlokaliseringen av vissa funktioner, kronans ställning i ett Europa där euron får ökande betydelse osv. Inom Riksbanken bedrivs ett arbete för att öka förståelsen också om hur aspekter av detta slag kan tänkas påverka kronan.²³

23 Mitlid, K., "Kronans roll i EMU", *Penning- och Valutapolitik 1*, 1998, Sveriges riksbank.

Den nominella handelsvägda växelkursen mätt med TCW-index har deprecierat med drygt 6,5 procent och är betydligt svagare än vad som väntades när föregående rapport publicerades (se diagram 20).

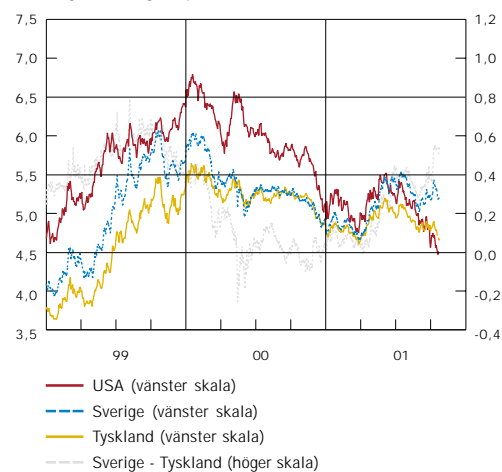
Kronan har utvecklats betydligt svagare än väntat.

Ett flertal faktorer kan ha påverkat kronan under perioden (se fördjupningsrutan "Kronans utveckling"). När exportkonjunkturen försvagas så kraftigt som under våren sker en viss omvärdering av kronan. Till detta har kommit kraftiga börsfall, som i Sverige varit större än i många andra länder, och ett utflöde av valuta i samband med att det nya allmänna pensionssystemet börjat verka. En ytterligare försvagning ägde rum i september, denna gång inte relaterad till specifikt svenska förhållanden utan härrörande från en utbredd oro efter terrorattackerna i USA. Den senaste tidens händelser tycks ha bidragit till valutaförsvagningar i ett flertal länder med rörlig växelkurs såsom Sverige, Australien och Nya Zeeland.

Kronan är undervärderad och väntas förstärkas under prognosperioden, dock till en svagare nivå än vid föregående bedömning.

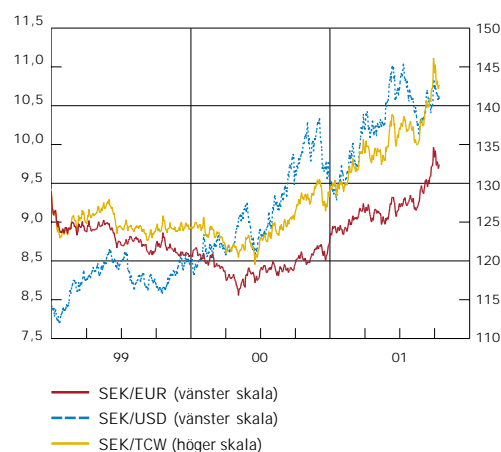
Kronan bedöms i dagsläget vara kraftigt undervärderad och fundamentala faktorer som relativ tillväxt, och bytesbalansöverskott talar för en förstärkning av växelkursen. Flera av de faktorer som pressat kronan under det senaste året bedöms också påverka i motsatt riktning under prognosperioden. Exempelvis väntas en exportuppgång under nästa år liksom en stabilisering och viss förstärkning av börsen. Med hänsyn till utgångsläget för bedömningen väntas dock förstärkningen inom tvåårsperioden ske till en svagare nivå än i föregående inflationsrapport. Kronan antas liksom euron stärkas mot dollarn och pundet vilka båda är övervärderade. Kronan väntas även stärkas mot euron. I inflationsrapportens huvudscenario förväntas nu TCW-index uppgå till i genomsnitt 137 under 2001, drygt 138 under 2002 och knappt 131 för 2003. Sammanfattningsvis har den samlade effekten från räntor och växelkurs blivit mer expansiva sedan förra inflationsrapporten. Börsutvecklingen, som varit sämre än i många andra länder, verkar i motsatt riktning. Inflationsförväntningarna ligger ungefär i linje med eller strax över Riksbankens mål.

Diagram 19. 10-årig statsobligationsränta i Sverige, Tyskland och USA samt räntedifferens mellan svensk och tysk 10-årig statsobligation. Dagsnoteringar, procent



Källa: Riksbanken.

Diagram 20. Nominell effektiv TCW-vägd växelkurs, SEK/USD och SEK/EUR. Dagsnoteringar, index: 18 november 1992=100



Källa: Riksbanken.

Efterfråge- och utbudsförhållanden i den svenska ekonomin

BNP-TILLVÄXTEN REVIDERAS NED

I föregående inflationsrapport bedömdes tillväxten i den svenska ekonomin uppgå till 2,2 procent under 2001. Avmattningen har emellertid blivit mer markant än vad som förutsågs och det finns skäl att revidera ned bedömningen av BNP-tillväxten både för innevarande och kommande år (se tabell 5).

Konsumtion och investeringar har utvecklats svagare än väntat under första halvåret. Fallet i aktiekurserna har påverkat hushållens förmögenheter i negativ riktning och framtidstron hos hushåll och företag har dämpats. Också exporten har utvecklats sämre än väntat, vilket delvis beror på den svaga efterfrågan i omvärlden. Ett annat viktigt skäl är att exportens varusammansättning är ofördelaktig. Bidraget från utrikeshandeln till BNP-tillväxten är dock i stort sett i linje med bedömningen i föregående inflationsrapport. Det beror på att även importen utvecklats svagare.

Tabell 5. Försörjningsbalans, volymförändringar, procent.

	2000	2001	2002	2003
Hushållens konsumtion	4,1	0,8 (2,4)	2,1 (2,5)	2,1 (2,4)
Off. myndigheters kons.	-1,7	0,8 (1,1)	0,9 (1,0)	0,9 (1,0)
Fasta bruttoinv.	4,5	3,3 (5,0)	2,7 (4,5)	6,5 (6,9)
Lagerförändring, bidrag	0,6	-0,3 (-0,4)	-0,1 (-0,1)	0,0 (0,0)
Export	9,8	1,3 (5,9)	5,9 (6,1)	6,2 (6,3)
Import	9,7	0,6 (6,1)	5,3 (6,1)	5,9 (6,5)
BNP	3,6	1,3 (2,2)	2,2 (2,5)	2,8 (2,9)

Anm. Prognos 2001-2003. Bedömning i föregående inflationsrapport anges inom parentes.

Källor: SCB och Riksbanken.

Trots att efterfrågeutvecklingen i omvärlden revideras ned bedöms förutsättningarna för en återhämtning 2002 och 2003 vara förhållandevis goda. Detta sammanhänger främst med en stark tillväxt i de reala disponibla inkomsterna, som i sin tur beror på bl.a. att sysselsättningsutvecklingen är relativt stabil, att det genomförs betydande skattesänkningar och att inflationen dämpas. Till bilden hör också de förhållandevis låga räntorna, som stimulerar inhemsk efterfrågan, och en svag krona, som ger svensk industri en betydande kostnadsfördel.

Tvärstopp i utrikeshandeln i år, men återhämtning 2002 och 2003.

I föregående inflationsrapport väntades exporten öka med omkring 6 procent per år under 2001 - 2003. Utfallet för första halvåret visar emellertid att exporten av varor föll jämfört med första halvåret i fjol. Däremot har tjänsteexporten ökat tämligen starkt. Den svagare internationella efterfrågeutvecklingen är en viktig förklaring till tillbakagången i varuexporten. Till detta kommer effekterna av varusammansättning av den svenska exporten. Exempelvis sjönk exporten av elektrovaror och datorer, där teleprodukter ingår, med 16 procent under första halvåret.

Samtidigt minskade exporten av vägfordon med 8 procent. Dessa två varugrupper svarar tillsammans för ett negativt bidrag på närmare 5 procentenheter till volymutvecklingen för exporten av varor. Samtidigt finns det branscher med stark exportutveckling under första halvåret, exempelvis läkemedel och livsmedel.

Exportens utveckling under prognosperioden bygger på antagandet att en stor del av de negativa effekterna av teleproduktindustrins omstrukturering har skett eller sker den närmaste tiden. Under 2002 och 2003 bedöms alltså sammansättningseffekterna endast ha en begränsad betydelse för exportutvecklingen. Barometerdata tyder också på att takten i nedgången för industrins exportordergång har dämpats, även om detta ännu ej gäller teleproduktindustrin (se diagram 21). Under prognosperioden bedöms marknadstillväxten öka men marknadsandelarna vara i stort sett oförändrade.

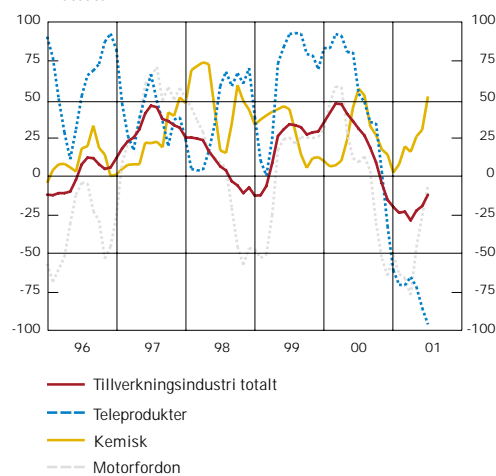
Även importen av varor har minskat något under första halvåret 2001 jämfört med motsvarande period 2000, främst till följd av svagare efterfrågetillväxt men också på grund av den svaga kronan. Under 2002 och 2003 väntas importen öka främst till följd av att efterfrågeutvecklingen åter tar fart, men också av att kronan stärks. Nettoexportens bidrag till BNP-tillväxten bedöms emellertid vara positivt under alla tre åren.

Expansiv finanspolitik.

Finanspolitiken bedöms vara expansiv de kommande åren, främst till följd av fortsatta skattesänkningar. Detta visar sig bl.a. i att den samlade effekten av skatter och transfereringar på hushållens inkomster är positiv och ökande. Det åskådliggörs också av att den offentliga sektorns strukturella sparande minskar (se diagram 23). I höstens budgetproposition presenterade regeringen inkomstskattesänkningar för nästa år i form av kompensation för tidigare höjda egenavgifter. Inför 2003 antas regeringen genomföra det fjärde och sista steget i kompensationen för egenavgifterna till hushållen. Avmattningen i konjunkturen leder, tillsammans med utgiftsökningar och skattesänkningarna, till att den konsoliderade offentliga sektorns sparande, både 2002 och 2003, bedöms underskrida regeringens saldomål om ett överskott på 2 procent av BNP i genomsnitt över konjunkturcykeln.

Trots avmattningen i efterfrågan och de offentliga finansernas konjunkturkänslighet bedöms försämringen av de offentliga finanserna bli relativt måttlig. Det finansiella sparandet i den konsoliderade offentliga sektorn revideras ned från 2,9 till 1,0 procent av BNP 2002 och från 2,7 till 1,1 procent 2003. En fortsatt god sysselsättningsutveckling och en förhållandevis stark konsumtionstillväxt bidrar till att hålla uppe det offentliga sparandet. Överföringarna mellan AP-fondssystemet och staten i samband med övergången till det nya pensionssystemet har stärkt statens finansiella sparande de senaste åren. Under innevarande år beräknas staten visa ett överskott, även exklusive de stora extraordinära överföringarna från AP-fonderna (se tabell 6). För 2002 och 2003 beräknas statens sparande bli negativt.

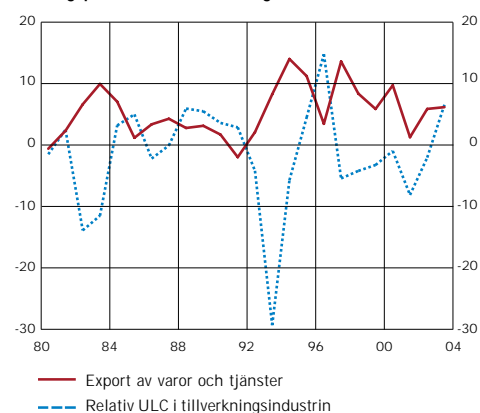
Diagram 21. Exportordergång enligt KI:s barometer. Netttotal



Anm. Serierna är beräknade som netttotal, dvs. som andelen företag som rapporterar en ökning minus andelen företag som rapporterar en minskning, ex post. Kurvorna i diagrammet visar tre månaders glidande medeltal. Den senaste barometerundersökning som ingår i underlaget för diagrammet är månadsbarometern för september. Denna undersökning gjordes före terroristattacker i USA.

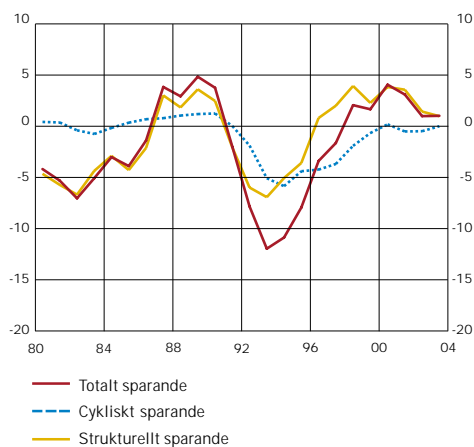
Källa: Konjunkturinstitutet.

Diagram 22. Relativt arbetskraftskostnad per enhet i tillverkningsindustrin samt exportvolym. Årlig procentuell förändring



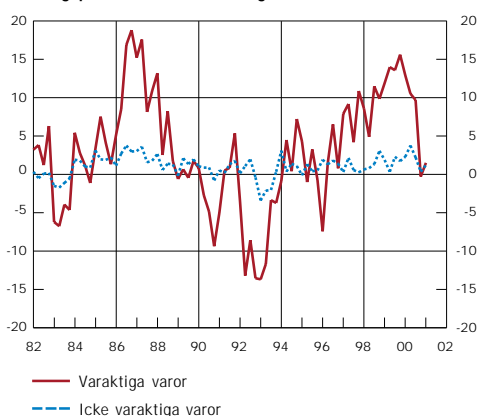
Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken.

Diagram 23. Den konsoliderade offentliga sektorns finansiella sparande, uppdelat i cykliskt och strukturellt sparande. Procent av BNP



Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 24. Hushållens konsumtionsutgifter för varaktiga och icke varaktiga varor i 1995 års priser. Årlig procentuell förändring



Källa: SCB.

Tabell 6. Finansiellt sparande i staten.

Miljarder kronor

	1999	2000	2001	2002	2003
Redovisat sparande	78	27	164	-35	-44
Överföringar, netto	96	13	155	0	0
Underliggande sparande	-18	14	9	-35	-42

Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken.

Mot bakgrund av den kraftiga avmattningen i ekonomin finns det en påtaglig risk att de statliga utgifterna kan komma att överskrida utgiftstaket vid oförändrad politik. Effekterna av ökade statliga utgifter på inflationen är sannolikt små i rådande läge, men om taken överskrids kan det försämra finanspolitikens trovärdighet i ett längre perspektiv, med bl.a. högre långa räntor som resultat.

Förbättrad kommunal ekonomi ger stabil tillväxt i offentlig konsumtion.

De offentliga myndigheternas konsumtionsutgifter ökade med 0,5 procent första halvåret i år jämfört med motsvarande period 2000. Utfallet är lägre än väntat och det är de statliga myndigheternas konsumtion som har minskat. Tillväxten i de statliga myndigheternas konsumtionsutgifter väntas bli negativ i år, oförändrad nästa år och öka svagt 2003. Det är framförallt minskade anslag till försvaret som väntas ha en återhållande effekt på den statliga konsumtionen.

Ekonomin i kommunsektorn som helhet är god med växande skatteintäkter och ökade statsbidrag trots avmattningen i ekonomin. Men det balanskrav, som numera finns för landstings- och primärkommuner, har en begränsande effekt på kommunernas utgiftsplaner. Särskilt torde detta gälla landstingen, som har problem med finansiella underskott. Sammantaget bedöms kommunal konsumtion ändå komma att öka i jämn takt, med ca 1 procent per år, under hela prognosperioden.

Förväntningarna är viktiga för hushållens konsumtion.

Tillväxten i hushållens konsumtionsutgifter har varit svagare än väntat. Särskilt gäller detta konsumtionen av varaktiga varor, men även konsumtionen av icke varaktiga varor och tjänster har överraskat negativt.

Som framgår av diagram 24 har konsumtionen av varaktiga varor haft markanta toppar i slutet av både 1980-talet och 1990-talet. Dessa toppar sammanfaller med topparna i den 10-11-åriga cykeln i bilförsäljningen, men också med stora kursuppgångar på Stockholms Fondbörs. Inköpen av varaktiga varor är naturligt nog mer känsliga för förmögenhetsförändringar än konsumtionen av icke varaktiga varor och tjänster, men köpen av varaktiga varor beror även på den disponibla inkomsten och på hur gamla och slitna hushållens kapitalvaror är.

Hushållens utgifter för både varaktiga och icke varaktiga varor samt tjänster väntas öka under prognosperioden. Avgörande för utvecklingen är hushållens syn på den framtida inkomst- och förmögenhetsutvecklingen.

Hushållens aktieförmögenhet har hittills i år, i jämförelse med samma tid förra året, fallit med i genomsnitt 30 procent. Samtidigt har dock villapriserna stigit i en förhållandevis jämn takt, med i genomsnitt ca 7 procent hittills i år jämfört med samma period förra året (se diagram 25). Även hushållens skulder har ökat relativt snabbt, med ca 8 procent. Hushållens nettoförmögenhet har i reala termer fallit med ca 10 procent hittills i år.

Beräkningar visar att det främst är hushållens förväntningar om den egna ekonomin som kan bidra till att förklara konsumtionsutvecklingen på kort sikt. Under det senaste året har denna indikator fallit något. Medan det är 20 procentenheter fler hushåll som tror på en förbättring än på en försämring av den egna ekonomin är det en mycket stor andel som är pessimistiska om landets ekonomi och arbetslösheten (se diagram 26).

Den negativa utvecklingen av hushållens förmögenhet och hushållens minskade optimism bedöms främst påverka utvecklingen under innevarande år; hushållens konsumtionstillväxt väntas stanna vid 0,8 procent. De kommande åren är det rimligt att anta en mer balanserad utveckling givet en viss återhämtning i aktiekurserna, men med en något minskad tillväxttakt i villapriserna. Efter den stora nedgången på börsen kan hushållen förväntas vilja anpassa sina balansräkningar genom att reducera sina skulder. Sammantaget bedöms hushållens reala förmögenheter öka svagt under 2002-2003 och därmed ge ett begränsat, men positivt, bidrag till konsumtionstillväxten.

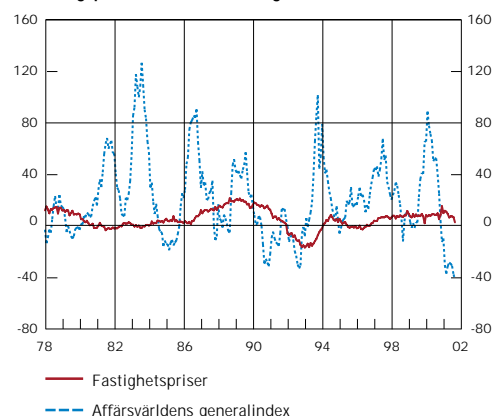
De reala disponibla inkomsterna väntas öka något snabbare än vad Riksbanken tidigare räknat med, särskilt under 2002 och 2003. Detta beror i första hand på att effekterna av beslutade skattesänkningar och av transfereringar bedöms bli större än tidigare beräknat. Hushållens konsumtion bedöms mot denna bakgrund öka med drygt 2 procent både 2002 och 2003. Detta kan förefalla vara höga tillväxttal, men de är förenliga med en relativt kraftig parallell uppgång i hushållens sparande i förhållande till deras inkomster (se diagram 27).

Dämpad investeringstillväxt.

Investeringstillväxten har dämpats i takt med att utnyttjandet av produktionskapaciteten minskat. Konjunkturinstitutets barometerundersökningar visar att andelen företag med maskin- och anläggningskapacitet som primär begränsning minskade mellan första och andra kvartalet i år. Detta bedöms minska behovet av nyinvesteringar i maskiner och anläggningar i industrin. Nedgången i aktiepriserna i år, som kan ses som ett uttryck för en osäkerhet om företagets framtida vinstutveckling, bidrar också till det sämre investeringsklimatet under kommande år. Detta motverkas till en del av lägre realräntor. Därtill kommer utbyggnaden av tredje generationens mobiltelefonnät att bidra positivt till investeringsaktiviteten i övrigt näringsliv. Storleksordningen och tidsprofilen för dessa investeringar är alltjämt

Diagram 25. Utvecklingen i fastighetspriser och aktiepriser.

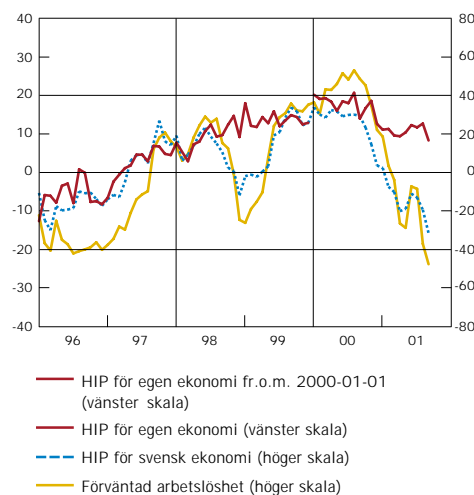
Årlig procentuell förändring



Anm. Fastighetsprisindex från Småhusbarometern, SCB. Affärsvärdens generalindex från tidningen Affärsvärlden.

Källa: Riksbanken.

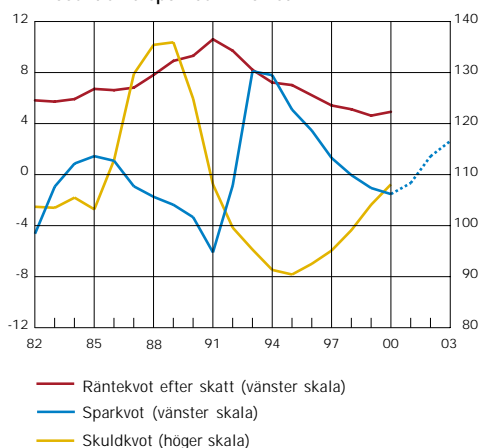
Diagram 26. Hushållens förväntningar på dels den egna ekonomin, dels Sveriges ekonomi samt förväntad arbetslöshet. Nettotal



Anm. Fr.o.m. januari 2000 har insamlingsförfarandet av hushållens inköpsplaner (HIP) förändrats.

Källa: SCB.

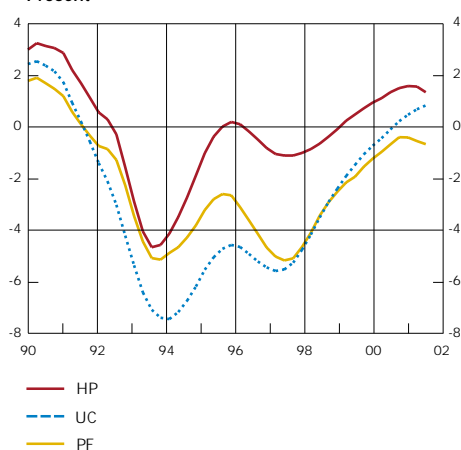
Diagram 27. Hushållens räntekvot efter skatt, skuldkvot samt sparkvot. Procent av disponibel inkomst



Anm. Skuldkvoten är hushållens totala skulder i förhållande till de disponibla inkomsterna, räntekvoten är hushållens ränteutgifter i förhållande till den disponibla inkomsten och sparkvoten är hushållens nettosparande i förhållande till den disponibla inkomsten.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 28. Skattade produktionsgap enligt tre metoder. Procent



Anm. Serierna är uttryckta som fyra kvartals glidande medeltal. HP är det s.k. Whittaker-Henderson eller Hodrick-Prescott-filtret. UC är den s.k. Unobserved-Components-metoden. PF är produktionsfunktionsansatsen.

Källor: SCB och Riksbanken.

osäker och svarbedömd.

Bostadsinvesteringarna har reviderats ned från föregående inflationsrapport, vilket innebär en något långsammare återhämtning från de senaste årens låga nivåer. Nyproduktion av främst vanliga hyreslägenheter bedöms ha svårt att öka i tillväxtregionerna till följd bl.a. av brist på markreserver och tomter samt en otillräcklig planberedskap. I andra delar av landet råder det samtidigt ett utbudsöverskott på bostadsmarknaden. Bostadsinvesteringarna förväntas dock utvecklas relativt starkt under prognosperioden. Denna bedömning stöds bland annat av Konjunkturinstitutets barometerundersökningar, som visar att byggnadsindustrins orderläge är gott, särskilt för företag med huvudsaklig inriktning på bostadsbyggande och annat husbyggande.

Industrins totala lager minskade från första till andra kvartalet i år och minskningen av färdigvarulagren var påtaglig. Barometerdata visar nu att missnöjet med för stora lager har dämpats de senaste månaderna inom såväl industrin som handeln. Liksom i föregående inflationsrapport bedöms lagerförändringarna ge ett visst negativt bidrag till BNP-tillväxten under 2001 och 2002. Därefter antas lagerförändringarna ge neutrala bidrag.

UTBUDSFAKTORER OCH RESURSENTNYTTJANDE

Kvartalsbarometern i juli tyder på ett minskat utnyttjande av produktionsfaktorerna mellan första och andra kvartalet. Undantaget är byggnadsindustrin, som redovisar ökad brist på arbetskraft. I tillverkningsindustrin har andelen företag med produktionsfaktorer som primär begränsning fortsatt att falla, men förändringarna i bristtalen för arbetskraft från föregående kvartalsbarometer är små. Inom uppdragsverksamhet och bland datakonsultföretag har andelen företag med fullt kapacitetsutnyttjande minskat. För datakonsulterna är nedgången kraftig.

Lägre resursutnyttjande.

Produktionsgapet är ett mått på resursutnyttjandet i hela ekonomin. Den samlade bild som ges av de tre estimerade gapen antyder ett minskat resursutnyttjande (se diagram 28). Detta är inte förvånande mot bakgrund av den svaga tillväxten mellan första och andra kvartalet i år.

Riksbanken har tidigare räknat med att ekonomin på lång sikt ska kunna växa med 2-2,5 procent per år utan inflationen ska ta fart. Med den tillväxt som nu prognostiseras ökar de lediga resurserna i ekonomin under innevarande och en stor del av nästa år. Under senare delen av prognosperioden ökar emellertid resursutnyttjandet åter successivt. En svagare tillväxt, jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport, medför att resursutnyttjandet är lägre under alla tre åren.

Stark sysselsättningsutveckling bromsas upp.

Sysselsättningen har under årets första åtta månader ökat med i genomsnitt 2,6 procent, jämfört med motsvarande period i fjol.

Under den senaste tiden har emellertid sysselsättningen i det närmaste planat ut. En fortsatt mer dämpad utveckling av efterfrågan på arbetskraft framöver indikeras också av att antalet nyanmälda lediga platser fortsatt att minska (se diagram 29). Samtidigt har antalet personer som varslats om uppsägning ökat kraftigt, dock från en låg nivå. En majoritet av varslen avser tillverkningsindustrin.

Under årets första halvår steg antalet arbetade timmar långsammare än sysselsättningen. Medelarbetstiden sjönk alltså, vilket till stor del kan förklaras av att sjukfrånvaron har ökat, men även av att övertidsuttaget har minskat. Denna utveckling förväntas avstanna de kommande åren. Ökad oro för arbetslöshet kan leda till att sjukskrivningarna åter minskar. När konjunkturen åter vänder uppåt bör emellertid övertidsuttaget åter öka.

Även arbetskraften har fortsatt att öka starkt under innevarande år, med 1,5 procent under perioden januari till augusti. Inflödet till arbetskraften har främst kommit från alltför unga som trätt in på arbetsmarknaden, men deltagarna i arbetsmarknadspolitiska program har också minskat samtidigt som arbetskraftsdeltagandet bland studerande ökat. Inflödet till arbetskraften har dock dämpats under de senaste månaderna.

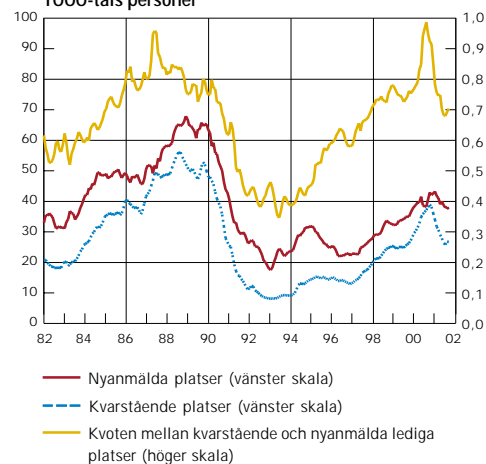
Nedtrappningen i de arbetsmarknadspolitiska programmen förväntas ge ett relativt stort tillskott till arbetskraften under de kommande åren. En motverkande effekt utgör emellertid den arbetsföra befolkningens åldersstruktur. Förskjutningarna i den demografiska profilen är mest påtagliga i de yngsta och i de äldsta åldersgrupperna, d.v.s. i åldersgrupper med lågt arbetskraftsdeltagande.

Trots den svagare efterfrågeutvecklingen innebär den starka sysselsättningsutvecklingen hittills att sysselsättningsprognosen för i år inte justeras nämnvärt. Under 2002 och 2003 väntas sysselsättningsutvecklingen däremot bli något svagare än beräknat i föregående inflationsrapport. Den huvudsakliga orsaken till detta är den svagare efterfrågan på arbetsmarknaden. Arbetskraften förväntas öka i samma takt som sysselsättningen 2002, vilket innebär att den öppna arbetslösheten blir oförändrad. Under 2003 förväntas sysselsättningen åter öka något snabbare än arbetskraftsutbudet (se diagram 30).

Historiskt sett har den genomsnittliga arbetsproduktiviteten i stor utsträckning samvarierat med konjunkturen.

Produktivitetsutvecklingen under innevarande år förväntas bli svagare än vad som antagits i föregående inflationsrapport till följd av att företagen i ganska stor utsträckning förefaller ha valt att behålla arbetsstyrkan trots dämpad efterfrågetillväxt. Detta beteende kan vara ett tecken på att företagen räknar med att avmattningen i ekonomin blir kortvarig och innebär att det finns en produktivitetspotential att utnyttja om efterfrågan tar fart igen. Den svagare produktivetsutvecklingen i ekonomin som helhet är samtidigt delvis en sammansättningseffekt. Den sammanhänger med att tillväxten bromsats upp kraftigt just i de delar av

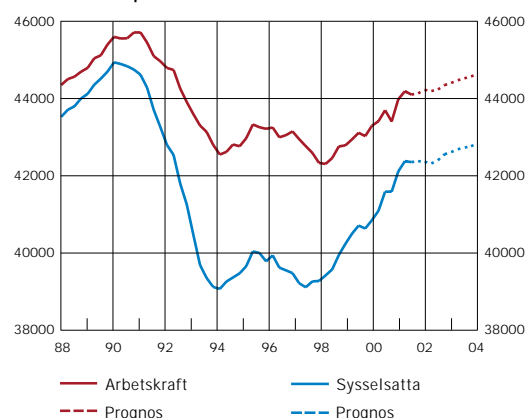
Diagram 29. Antalet nyanmälda och antalet kvarstående lediga platser (med mer än 10 dagars varaktighet) samt kvoten mellan serierna. 1000-tals personer



Anm. Kvoten mellan kvarstående och nyanmälda lediga platser kan tolkas som en indikator på svårigheten att fylla uppkomna vakanser. Serierna är säsongrensade och uttryckta som tre månaders glidande medelvärde.

Källa: AMS.

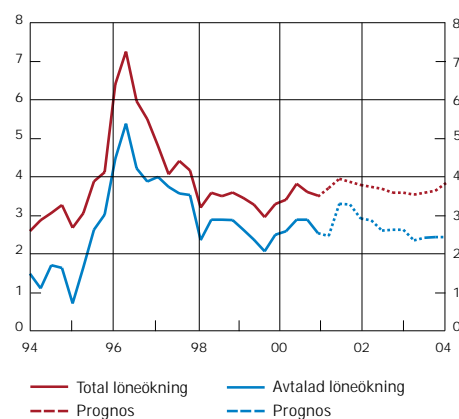
Diagram 30. Arbetskraftsutbud och sysselsättning. 100-tals personer



Anm. Serierna är säsongrensade. Prognos 2001-2003.

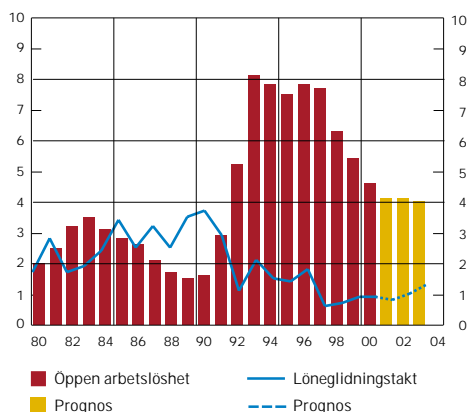
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 31. Total och avtalad löneökning i hela ekonomin 1994:1-2003:4. Procent



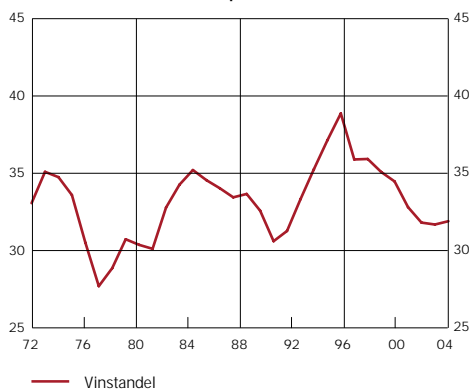
Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken.

Diagram 32. Öppen arbetslöshet och löneglidningstakt. Procent



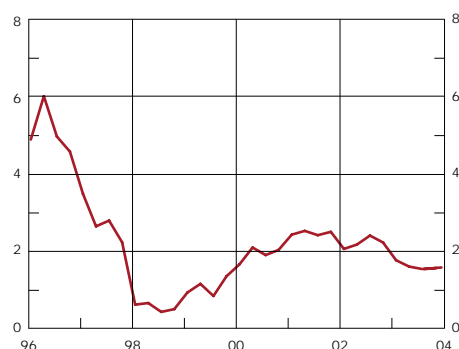
Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken.

Diagram 33. Vinstandel i näringslivet. Andel av BNP till faktorpris



Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken.

Diagram 34. Utvecklingen av enhetsarbetskostnaderna i näringslivet 1996:1-2003:4. Procent



Anm. Vid beräkningarna av enhetsarbetskostnaderna har ett åtta kvartals glidande medelvärde använts. Riksbankens prognos 2001-2003.

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken.

ekonomin där produktivitetstillväxten varit som högst. Under 2001 väntas arbetsproduktiviteten öka med endast 0,7 procent, men därefter bedöms den öka med 1,7 procent 2002 och 2,0 procent 2003.

Tabell 7. Arbetsmarknadsprognos i huvudscenariot.

	1999	2000	2001	2002	2003
Nominallön, proc. förändring	3,3	3,6	3,8 (4,1)	3,7 (3,9)	3,7 (3,9)
Arbetsproduktivitet, proc. förändring	1,4	2,1	0,7 (1,1)	1,7 (1,8)	2,0 (1,9)
Enhetsarbetskostnader, proc. förändring	2,2	1,9	3,1 (3,0)	2,0 (2,0)	1,7 (2,0)
Arbetade timmar, proc. förändring	2,7	1,5	0,6 (1,1)	0,5 (0,7)	0,9 (1,0)
Öppen arbetslöshet, procent	5,6	4,7	4,1 (4,2)	4,1 (4,1)	4,0 (3,9)

Anm. Prognos 2001-2003. Bedömningen i föregående inflationsrapport inom parentes.
Källor: SCB och Riksbanken.

Måttliga löneökningar.

Löneökningarna revideras ned något under hela prognosperioden. I fjol ökade lönerna med 3,6 procent. Det preliminära utfallet hittills i år är i linje med utfallet under motsvarande period i fjol. De retroaktiva löneutbetalningarna väntas dock bli något högre än under fjolåret, varför lönerna bedöms öka med 3,8 procent i år. Under både 2002 och 2003 väntas lönerna öka med 3,7 procent. Nedrevideringarna beror i huvudsak på den svagare utvecklingen på arbetsmarknaden. Löneprognosen baseras på beräkningarna av hittills träffade avtal samt på en bedömning av löneglidningen med hänsyn tagen till arbetsmarknadsläget (se diagram 31).

De avtalade löneökningarna beräknas i genomsnitt bli ca 3,0 procent i år. Omkring 40 000 löntagare saknar fortfarande avtal eller har ett avtal som löper ut under hösten. Nästa år väntas avtal slutas för ungefär en halv miljon löntagare. Det är rimligt att anta att arbetsmarknadens parter i de kommande avtalsförhandlingarna tar hänsyn till det försämrade konjunkturläget. Löneglidningen dämpas också av det svagare arbetsmarknadsläget och väntas underskrida 1 procent i år och uppgå till omkring 1,0 procent 2002 och 1,3 procent 2003. Den svagt stigande profilen beror på att efterfrågan på arbetskraft antas öka något under senare delen av prognosperioden (se diagram 32). Bedömningen av löneutvecklingen innebär en positiv reallöneutveckling och en i stort sett oförändrad löneandel de kommande åren för arbetsmarknaden som helhet (se diagram 33).

Kostnaden per producerad enhet fångar merparten av kostnadstrycket i ekonomin. Enhetsarbetskostnaden kan, eftersom kostnader och priser är nära relaterade, utgöra ett alternativt mått på det underliggande inflationstrycket i vid mening. Prognosen för enhetsarbetskostnaderna revideras upp marginellt under alla tre prognosåren (se diagram 34). Det beror på att arbetsproduktiviteten utvecklas svagare jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport och att denna effekt är större än den som följer av de nedreviderade löneökningarna.

Avregleringar, politiska beslut och tillfälliga effekter.

Det pågår för närvarande ett flertal utredningar angående bristande konkurrens på olika marknader, t.ex. inrikesflyget och elmarknaden, och om hur konkurrenslagen ska kunna skärpas. Dessa beräknas bli färdiga under hösten. Kartellbekämpningsutredningen har presenterat sitt betänkande och den föreslår effektivare regler mot konkurrensbegränsning, bl.a. nedsättning av konkurrensskadeavgifter för företag som avslöjar konkurrensbegränsningar. Regeringen har också i budgetpropositionen pekat ut flera områden där en översyn av konkurrensförhållanden planeras. Sammantaget kan denna utveckling väntas leda till vissa prisdämpande effekter de kommande åren.

Regeringen har föreslagit en sänkning av fastighetsskattesatsen för villor. Denna genomförs retroaktivt från i år och påverkar KPI med ca -0,3 procentenheter redan fr.o.m. september i år. Även skattesatsen för hyreshus föreslås sänkas retroaktivt från i år, men det bedöms påverka KPI och UNDI_X först nästa år eftersom årets hyresförhandlingar redan är klara. Andra skatteförändringar som kommer att påverka KPI fr.o.m. årskiftet är bl.a. höjningar av energiskatten och koldioxidskatten samt en sänkning av bokmomsen. Nettoeffekten på KPI av dessa förändringar bedöms bli knappt 0,1 procentenhet.

Bidraget till KPI från räntekostnader för egnahem i juli och augusti blev något större än väntat, vilket främst berodde på reporäntehöjningen med 0,25 procentenheter i juli.²⁴ I september sänktes reporäntan med 0,50 procentenheter och bidraget från räntekostnaderna väntas därför bli något lägre jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport. Sammantaget bedöms indirekta skatter, subventioner och räntekostnader ge ett något mindre bidrag till KPI-inflationen än i föregående inflationsrapport (se tabell 8).

Tabell 8. Bidrag till KPI-inflationen från indirekta skatter, subventioner och räntekostnader.

Procentenheter	sept 2001	sept 2002	sept 2003
Indirekta skatter och subventioner	-0,2 (0,0)	0,0 (0,1)	0,1
Räntekostnader egnahem	0,1 (0,1)	0,0 (0,1)	0,2
Totalt	-0,1 (0,1)	0,0 (0,1)	0,3

Anm. Siffrorna inom parentes visar motsvarande prognos i föregående inflationsrapport. I denna tabell beaktas endast direkta effekter av indirekta skatter. Ändrad fastighetsskatt på flerbostadshus, som minskar KPI och UNDI_X med ca 0,2 procentenheter 2002, ingår således inte.

Källor: SCB och Riksbank.

24 Alla beräkningar utgår från antagande om oförändrad reporänta.

Riskbilden

I detta kapitel redovisas en bedömning av osäkerheten och riskbilden i inflationsutsikterna.

Inflationsprognosen i huvudscenariot beskriver den prisutveckling som Riksbanken bedömer vara mest sannolik, givet antagandet om oförändrad reporänta, under den närmaste tvåårsperioden. Prognosen är dock osäker och därför redovisas alltid i inflationsrapporten ett antal olika alternativa utvecklingsvägar för inflationen. Dessa ställs samman i en riskbild, som är av betydelse för penningpolitikens utformning. Inte minst gäller detta denna gång, då läget är ovanligt osäkert därför att konjunkturläget i sig är i en svårbedömd fas. Därtill komplicerar osäkerheten om korrigeringen av sparandeobalanser och om den långsiktiga produktivitet-utvecklingen i USA läget ytterligare. Även den ökade oro som följt på terrorattackerna i USA och svårigheten att bedöma effekterna av den omläggning av den ekonomiska politiken som nu sker bidrar till detta.

I föregående inflationsrapport bedömdes riskbilden för inflationen vara balanserad under prognosperioden. Den nedåtrisk som var förknippad med den internationella utvecklingen motverkades av uppåtrisker från den inhemska efterfrågan och utväxlingen mellan tillväxt och inflation, samt växelkursutvecklingen.

Osäkerheten avseende den *internationella utvecklingen* har ökat ytterligare under hösten, i synnerhet efter terrordåden i USA (se fördjupningsrutan "Terrordåden i USA" för mer utförliga resonemang). Den internationella tillväxten har reviderats ned i huvudscenariot, men det bedöms fortfarande finnas betydande risker för en mer utdragen internationell lågkonjunktur, speciellt om hushållens och företagens framtidstro försämras generellt.

Den internationella utvecklingen bedöms utgöra en något större nedåtrisk för den svenska inflationen än i föregående inflationsrapport.

I huvudscenariot väntas sparandeobalanserna i den amerikanska ekonomin korrigeras gradvis. Den höga skuldsättningsgraden i den privata sektorn innebär dock att företag och hushåll kan ha anledning att höja sitt sparande snabbare än i huvudscenariot. Huvudscenariot är också baserat på att den potentiella tillväxttakten i USA ligger kring 3 procent. Är den uthålliga tillväxten väsentligt lägre än detta kan nedgången av efterfrågan också komma att bli mer påtaglig när företag och hushåll ställer om sig och fattar sina konsumtions- och investeringsbeslut under nya, mer realistiska, föreställningar om den framtida inkomst- och vinstutvecklingen.

Investerings- och konsumtionsviljan kan också komma att dämpas mer om framtidstron viker till följd av terrordåden och det som händer på det säkerhetspolitiska området. En sådan utveckling, tillsammans med en snabbare korrigerande av sparande-obalanserna, skulle påverka också de europeiska och de asiatiska ekonomierna via såväl traditionella handelskanaler som via aktiebörser och andra finansiella länkar.

Redan i föregående inflationsrapport antydde en ökad risk förknippad med tillväxtekonomierna. De finansiella svårigheterna har förstärkts när oron i världsekonomin ökat. Detta har medfört högre räntor särskilt för ekonomier med betydande budget- och bytesbalansunderskott. Dessutom har den inhemska efterfrågan försvagats och den politiska situationen förvärrats i flera av länderna.

Även den japanska ekonomin fortsätter att försämrats. I huvudscenariot har tillväxten förvisso reviderats ned, men stora risker på nedsidan kvarstår ändå. Redan innan många av de i och för sig nödvändiga - men på kort sikt från efterfrågesynpunkt negativa - strukturella åtgärderna genomförts, eller ens beslutats, står den japanska ekonomin inför en fortsatt försvagning. Osäkerheten avseende den finansiella sektorn är dessutom fortsatt hög, till följd av att redovisningen av dåliga lån och värderingen av övriga tillgångar är svår att bedöma. Samtidigt är den ekonomiska politikens manöverutrymme starkt begränsat.

I en lång rad länder sker det nu en omläggning av den ekonomiska politiken i mer expansiv riktning. I flera länder, särskilt i USA, men även i Italien, Tyskland, Nederländerna och Sverige, sänks också skatterna och i andra, bl.a. Storbritannien, sker det en omläggning mot ökade offentliga utgifter. För euroområdet och Sverige tillkommer effekterna av att växelkursen är undervärderad.

Det är i detta kraftfält de närmaste årens internationella ekonomiska utveckling formas. På ena sidan står en mer utdragen internationell konjunkturedgång starkt påverkad av de ganska dramatiska omvärderingarna av aktiebörserna, på den andra en numera mycket expansiv ekonomisk politik. I huvudscenariot är utgångspunkten att konjunkturen vänder upp nästa år ungefär i linje med ett normalt konjunkturförlopp. Skulle återhämtningen dröja får det effekter på den svenska ekonomin via handeln, aktiebörser och allmänhetens förväntningar om framtiden. I ett sådant läge kan en oförmånlig utveckling av exportmarknadsandelar och en mer utdragen period av svag efterfrågeutveckling förlänga konjunkturedgången i Sverige.

Sammantaget bedöms det finnas en betydande risk för en svagare konjunkturutveckling orsakad främst av problem i den internationella ekonomin. Denna nedåtrisk för den svenska inflationen är något större än i föregående inflationsrapport.

I den andra vågskålen ligger i första hand risken för att den svenska inflationen blir högre än i huvudscenariot trots den avmattning ekonomin nu är inne i. Inflationen steg under varen mer än väntat. Detta bedömdes i föregående inflationsrapport i

huvudsak bero på tillfälliga effekter. Exempelvis steg priserna på livsmedel till följd av galna-ko sjukan och mul- och klövsjukan. Vidare steg också el- och telepriser av orsaker som inte föreföll relaterade till det allmänna efterfrågeläget.

Riskerna förknippade med utväxlingen mellan tillväxt och inflation bedöms utgöra en något större uppåtrisk än i föregående inflationsrapport.

Stigande priser trots en försvagning av efterfrågan reser frågor om resursutnyttjandet i ekonomin och om hur det påverkar inflationen. Riksbanken prövar löpande i ljuset av ny information sina bedömningar på detta område. Tänkbart är att resursutnyttjandet underskattats något, även om exempelvis de lägre löneökningarna talar mot detta. Detta skulle t.ex. kunna vara en följd av att inflationsnedgången under 1998-2000 i större utsträckning än beräknat orsakats av tillfälliga effekter, när konkurrensen ökat till följd av avregleringar, ökad handel osv. Även om en oro för något högre inflation vid ett oförändrat resursutnyttjande tillätits påverka huvudscenariots inflationsbedömning bedöms det finnas en risk för en något högre inflation sammanhängande med *utväxlingen mellan tillväxt och inflation* i vid mening i den svenska ekonomin.

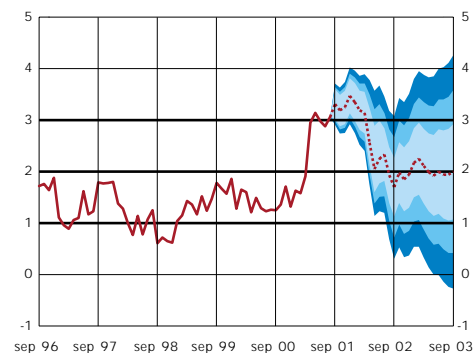
Sedan föregående inflationsrapport har *kronan* försvagats ytterligare. I huvudscenariot bedöms kronan bli starkare och gradvis närma sig mer rimliga nivåer. Detta sker i kölvattnet av en starkare konjunktur, stabilare börser, osv. Den största risken för att kronan förblir svag sammanhänger med den internationella utvecklingen. Effekterna för inflationen blir i ett sådant scenario mindre, i varje fall så länge inflationsförväntningarna inte rubbas. Det kan dock inte uteslutas att den förstärkning av kronan som väntas i huvudscenariot fördröjs ännu en tid, även om den internationella utvecklingen blir som i huvudscenariot. I ett sådant scenario riskerar en svag krona att få mer påtagliga effekter på inflationen i Sverige.

Uppåtrisen förknippad med kronans utveckling bedöms vara något större än i föregående inflationsrapport.

Sammantaget bedöms nedåtrisen förknippad med den internationella utvecklingen balanseras av uppåtriskerna från utväxlingen mellan tillväxt och inflation och kronkursen. Det förefaller därför vara lika sannolikt att inflationen blir högre än i huvudscenariot som att den blir lägre. Detta framgår också av diagram 35, som visar osäkerheten runt prognosen för den underliggande inflationen, mätt som den årliga procentuella förändringen i UND1X. Eftersom riskbilden är balanserad är osäkerhetsintervallen kring prognosbanan symmetriska kring prognosen i huvudscenariot.²⁵ Även prognosen för KPI-inflationen uppvisar en balanserad riskbild (se diagram 36).

25 En beskrivning av hur osäkerhetsintervall härleds finns i Blix, M. och P. Sellin, "Inflationsprognos med osäkerhetsintervall", *Penning- och Valutapolitik 2*, 1999, Sveriges riksbank. En utförligare mer modellorienterad analys görs av Blix, M. och P. Sellin, "Uncertainty Bands for Inflation Forecasts", Working Paper No. 65, Sveriges Riksbank.

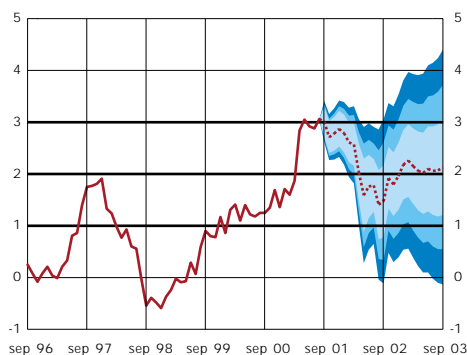
Diagram 35. UND1X med osäkerhetsintervall. Årlig procentuell förändring



Anm. Osäkerhetsintervallen visar det intervall inom vilket den underliggande inflationen, UND1X, med 50, 75 och 90 percents sannolikhet bedöms hamna. Den streckade linjen visar prognosen i huvudscenariot. De horisontella linjerna på 2 respektive 1 och 3 procent anger Riksbankens mål respektive toleransintervall för den årliga ökningstakten i KPI.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 36. KPI med osäkerhetsintervall.
Årlig procentuell förändring



Anm. Osäkerhetsintervallen visar det intervall inom vilket inflationen med 50, 75 och 90 percents sannolikhet bedöms hamna. Den streckade linjen visar prognosen i huvudscenariot. De horisontella linjerna på 2 respektive 1 och 3 procent anger Riksbankens mål respektive toleransintervall för den årliga ökningstakten i KPI.

Källor: SCB och Riksbanken.

Osäkerheten i bedömningen av såväl den underliggande inflationen som KPI-inflationen är större än vanligt, och större än vad den bedömdes vara i föregående inflationsrapport.

Sammantaget bedöms det föreligga en balanserad riskbild för både UND1X- och KPI-inflationen på såväl ett som två års sikt.

Eftersom de penningpolitiska besluten fattas mot bakgrund av en bedömning av framförallt prisutvecklingen ett till två år framåt i tiden är inflationsutsikterna inom denna tidshorisont av särskilt intresse. I huvudscenariot väntas inflationen, mätt som tolv månaderstal i UND1X, uppgå till 1,7 procent i september 2002 och 2,0 procent i september 2003. Den balanserade riskbilden innebär att medelvärdet för bedömningen av UND1X-inflationen sammanfaller med den i huvudscenariot. På samma sätt sammanfaller den riskjusterade bedömningen av KPI-inflationen med bedömningen i huvudscenariot, varvid dess medelvärde är 1,5 procent på ett års sikt och 2,1 procent på två års sikt (se tabell 9).

Tabell 9. Inflationsprognos med beaktande av riskbilden.

Procentuell förändring	Årsgenomsnitt		Tolv månaderstal	
	2001	2002	September 2002	September 2003
KPI	2,6	2,0	1,5	2,1
UND1X	2,8	2,4	1,7	2,0

Anm. Medelvärden av de sannolikhetsfördelningar för inflationsbedömningen som redovisas i diagram 35-36.

Källa: Riksbanken.

Tabell 10. UND1X-inflation (tolvmånaderstal).

Sannolikhet i procent för olika utfall

	UND1X<1	1≤UND1X<2	2≤UND1X≤3	UND1X>3	Summa	
2002 (sep.)		20	44	30	6	100
2003 (sep.)		23	27	27	23	100

Anm. Siffrorna anger sannolikheten för att den underliggande inflationen, UND1X, hamnar under 1 procent, mellan 1 och 2 procent, mellan 2 och 3 procent samt över 3 procent.

Källa: Riksbanken.

Tabell 11. KPI-inflation (tolvmånaderstal).

Sannolikhet i procent för olika utfall

	KPI<1	1≤KPI<2	2≤KPI≤3	KPI>3	Summa	
2002 (sep.)		29	45	23	3	100
2003 (sep.)		21	26	27	26	100

Anm. Siffrorna anger sannolikheten för en inflation under 1 procent, mellan 1 och 2 procent, mellan 2 och 3 procent samt över 3 procent.

Källa: Riksbanken.

Slutsatsen av de bedömningar som redovisats är att inflationen, korrigerad för förändringar i indirekta skatter och subventioner, samt ränteförändringar, i såväl huvudscenariot som med hänsyn tagen till riskbilden kommer att något understiga inflationsmålet på 2 procent på ett års sikt men vara i linje med målet på två års sikt vid oförändrad reporänta på 3,75 procent. Osäkerheten i prognosen av såväl den framtida UND1X- som KPI-inflationen bedöms vara större än normalt och större än vid föregående inflationsrapport.